

BELEGGEN MET VOORKENNIS

Jeroen Siebelink



HET GEHEIM VAN DE OK-SCORE

*'Het is gemakkelijker een atoom te splitsen
dan een vooroordeel weg te nemen.'*

Albert Einstein





Jeroen Siebelink

BELEGGEN MET VOORKENNIS

HET GEHEIM VAN DE OK-SCORE

DIALC O G



INHOUD

VOORWOORD HARRY PANJER	8
INLEIDING	11
1 WILLEM OKKERSE: DE MAN ACHTER DE OK-SCORE	20
OK-voorspelling #1 Baan	30
OK-voorspelling #2 Getronics	32
OK-voorspelling #3 Philip Morris	36
2 HET ONTSTAAN	40
OK-voorspelling #4 WorldCom	45
OK-voorspelling #5 Laurus	57
3 DE WERKING	60
OK-voorspelling #6 Lernout & Hauspie	67
OK-voorspelling #7 Ahold	69
OK-voorspelling #8 Enron	80
Intermezzo: Evert Jan Lammers	86

4 DE ANDERE VOORSPELLERS	94
OK-voorspelling #9 Draka	102
5 BELEGGEN MET DE OK-SCORE	104
OK-advies #1: Okkerse adviseert prefs Wienerberger	115
OK-advies #2: Okkerse ontraadt Scholz obligaties	119
OK-advies #3: Okkerse adviseert Stena obligaties	121
OK-advies #4: Okkerse ontraadt Rickmers obligaties	124
OK-advies #5: Okkerse adviseert Santos obligaties	127
OK-advies #6: Okkerse ontraadt Abengoa obligaties	129
6 DE SCEPSIS, HET WEERWOORD	132
Intermezzo: Marcel Pheijffer	137
OK-voorspelling #10 SBM Offshore	140
Intermezzo: Edgar Ludoph	144
OK-voorspelling #11 Essent	146
7 BIJZONDERE TOEPASSINGEN	150
Voorspelling #12 Landis	153
Voorspelling #13 Grontmij	156
8 HOE WE ZELF DE OK-SCORE TESTEN	158
Voorspelling #14 Imtech	166
Een rekenvoorbeeld	170
VERANTWOORDING	174
COLOFON	176



VOORWOORD

Iedere belegger kent het probleem dat een portefeuille moet voldoen aan de standaarden van risicobeheersing. Het adagium van spreiding – stop niet al je eieren in één mandje – is een oude beurswijsheid. Maar is het niet mogelijk om de rotte eieren uit het mandje te laten, waardoor er alleen nog maar gave eieren in zitten? Met andere woorden: kunnen we het rendement van een portefeuille niet een flinke duw geven door het risico een stuk omlaag te brengen? Dat is de opgave waarvoor Willem Okkerse zich gesteld zag: risico verminderen zodat het rendement omhooggaat. Maar hoe doe je dat?

Een belegger geeft zijn geld aan een onderneming, waarna hij moet afwachten of en wanneer hij zijn geld ooit terugkrijgt. In de tussentijd wil hij wel graag weten wat de situatie van de onderneming is. Daarvoor heeft hij drie bronnen tot zijn beschikking. De onderneming zelf legt verantwoording af door de jaarstukken, de balans en de winst-en-verliesrekening te publiceren. Accountants controleren deze gegevens vervolgens. Daarnaast

worden analisten betaald om hun opinie te geven over de beleggingsmerites van een aandeel of obligatie – meestal positief. Daar moet een belegger het mee doen.

Helaas is al deze informatie onvoldoende om een goed beeld van de werkelijkheid te krijgen. Het is te weinig, en vooral te laat. Er is heel veel spitwerk nodig om de jaarstukken echt te doorgronden en daarvoor heeft hij eenvoudigweg niet voldoende kennis en inzicht. De belegger staat altijd 1-0 achter. Wat nu?

De belegger gaat op zoek naar de feiten achter de gepubliceerde cijfers. Daarvoor gebruikt hij vaak de Z-score, ontwikkeld door de Amerikaanse hoogleraar Edward Altman in 1967. Daarmee kan hij snel bepalen hoe een bedrijf ervoor staat. Deze score is echter nogal grof geschut. De analyse van Okkerse gaat veel verder. Behalve naar solvabiliteit kijkt Okkerse ook naar de procentuele relatie van elke post ten opzichte van het jaar daarvoor, en dat tot vijf jaar terug. Via een complex algoritme legt Okkerse de feiten op tafel. Door de wisselwerking tussen de kernratio's komt hij tot zijn scores, de OK-Solvabiliteit en de OK-Ratio. De OK-Solvabiliteit spreekt voor zich. De OK-Ratio is het getal dat aangeeft of een onderneming in staat is zijn eigen broek op te houden met de eigen financiering én gekozen strategie.

De OK-Score is de resultante van deze twee ratio's. De score geeft een beoordeling van de werkelijke cijfers, uitgedrukt in een cijfer van 1 tot 10. De OK-Score voorspelt Business Failures, een veel breder concept dan simpelweg het onvermogen om de rekeningen



te betalen of het concept van de continuïteitsveronderstelling. Vaak vindt men in de jaarrekeningen een rommelpost. Okkerse noemt dat not accounted for. Dan gaan alle alarmbellen rinkelen – niet achteraf, maar altijd vooraf.

Beleggen is risico verminderen. Voor het eerst in de geschiedenis lijkt het mogelijk om met een aanzienlijk lager risico en minder spreiding een veel hoger rendement te realiseren. Dit komt door tijdig de miskeunen uit de portefeuille te verwijderen. Dát is de waarde van het werk van Okkerse en daarom beveel ik dit boek over zijn zoektocht naar de OK-Score van harte aan.

Harry Panjer

Oud-voorzitter van VBA Beleggingsprofessionals



INLEIDING

De beste manier om geld te verdienen, zo wil een oude wijsheid, is het eerst maar eens niet te verliezen. Als we de verliezen in onze beleggingsportefeuille zouden kunnen voorkomen, als we in de voortdurende wedstrijd met de markt tegendoelpunten zouden kunnen afwenden, dan zijn we al een eind op weg naar een goede einduitslag. Neem een aandeel van honderd euro, waarvan de koers met vijftig procent daalt. Om dat verlies weer goed te maken zal de koers niet met vijftig maar met honderd procent moeten stijgen. Het is alsof we een 1-0-achterstand in de wedstrijd moeten wegpoetsen en daartoe niet één maar twee keer moeten scoren. Voorkomen is beter dan genezen. Denk aan Landis, Daf en Imtech, grote ondernemingen die na een faillissement van de aardbodem verdwenen. Wat als we rustig de tijd hadden gehad om onze aandelen in die fondsen te kunnen verkopen – vóórdat de koersen verschrompelden? Hoeveel geld had ons dat gescheeld? Bij het samenstellen van onze beleggingsportefeuille houden we de kreukeljassen graag buiten de deur. Maar wie zijn dat? Hoe herkennen we die al van een afstand? Wat

als we al in 2002 waren gewaarschuwd dat er iets niet klopte bij Ahold? Dat er met de cijfers was gesjoemeld, waardoor de beurskoers in 2003 met twee derde daalde? Of kunnen wij zo iets nooit bevatten? Bestaat er niet zo iets als een glazen bol?

Herinnert u zich Landis nog? In juli 2001 noteert het automatiseringsbedrijf een koers van 6 euro. Willem Okkerse, uitvinder van de OK-Score, een methode waarmee hij de vitaliteit van ondernemingen meet, vertelt drie maanden later aan bezoekers van een beleggerscongres dat hij op basis van zijn berekeningen Landis over het boekjaar 2000 het zogeheten predicaat OK-klasse 10 verleent, het slechtste rapportcijfer dat hij een onderneming kan geven. De 10 wil zeggen dat binnen een tot drie jaar een faillissement voor Landis mogelijk is. Een klein jaar later, medio 2002, is de koers gedaald tot een dubbeltje. Kort erop wordt Landis failliet verklaard. Aandeelhouders zijn hun inleg kwijt.

Toevalstreffer? Herinnert u zich Ahold nog? Op 10 februari 2002 waarschuwt Okkerse in het tv-programma *Business Class* van Harry Mens voor Ahold, onder beleggers een zeer populair fonds, maar Okkerse heeft over de boekjaren 2000 en 2001 een verontrustend toenemende 'rommelpost' ontdekt. Hoewel de jaarrekeningen zijn goedgekeurd door de accountant, mist hij bijna een miljard. Ahold scoort over die jaren een OK-klasse 10. Ook het jaar erop, het boekjaar 2002, scoort Ahold een 10. Maar het zegt niemand iets. De fraude met de sideletters is dan nog niet bekend. Als een jaar later, in februari 2003, de zaak naar buiten komt, zakt de koers van 35 naar 3,5 euro. Veel kleine beleggers zien hun appeltje voor de dorst in korte tijd verschrompelen.

Beginnersgeluk van een beursgoeroe? De toekomst is niet te

voorspellen? Herinnert u zich Imtech nog? Op 30 augustus 2012, maanden eerder dan de waarschuwing van analist Teun Teeuwisse van ABN AMRO, schrijft Okkerse in een amicaal overleg aan Jan Weezenberg (RA), oud topman van Philips, dat Imtech zou moeten stoppen met de expansie met geleend geld. In het voorjaar van 2013, na invoering van de jaarcijfers uit 2012, zakt de onderneming weg naar OK-klasse 10, en is volgens Okkerse een periode van desintegratie aangebroken. In augustus 2015 valt het doek voor Imtech. 25.000 gezinnen van werknemers en leveranciers zijn de dupe van het wanbeleid, evenals vele aandeelhouders.

Leuk, die spectaculaire voorspellingen, maar wat heb ik daar als belegger aan? In 2012 zit de bouwsector in zwaar weer, wat de resultaten van een Oostenrijkse toeleverancier als Wienerberger parten speelt. Het bedrijf lijdt verlies. Toch adviseert Okkerse vermogensbeheerder Het Effectenhuis, waarmee hij inmiddels exclusief zijn inzichten deelt, de prefs¹ van Wienerberger voor klanten aan te kopen. In vier jaar tijd is een jaarrendement van bijna 9 procent op deze effecten gemaakt. Zo ging het ook met de Zweedse obligaties van Stena, en zo ging het ook met de Australische obligaties van Santos: papier waar de markt geen brood in zag, maar dat nu al jarenlang bovengemiddeld presteert.

Het is maar een wilde greep uit de vele rake voorspellingen van de OK-Score. Hoe is dit mogelijk? In tegenstelling tot andere

1 Preferente aandelen bieden een aantal voordelen ten opzichte van reguliere aandelen. Zo wordt er een vast percentage aan dividend uitgekeerd, waardoor ze op een obligatie lijken.

financiële scans constateert de OK-Score niet pas na afloop dat dingen zijn misgegaan, maar geeft dat ruim van tevoren aan. Dit biedt bestuur, commissarissen en autoriteiten de kans om in te grijpen voordat een faillissement onafwendbaar is. Maar de OK-Score biedt ook beleggers de mogelijkheid om op tijd de aandelen uit de portefeuille te verwijderen. Sinds 2000 heeft Okkerse wereldwijd bijna 2800 ondernemingen doorgelicht. Ze kregen allemaal één rapportcijfer: een 1, een 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9 of een 10. In 69 van de 2800 gevallen kwam de OK-Score uit op het slechtste cijfer, in het OK-Scoresysteem een Klasse 10, en waarschuwde voor naderend onheil. In alle gevallen op één na bleek dat terecht. Beleggers die het advies ter harte namen, konden tijdig uit het aandeel stappen en hun geld in veiligheid brengen. De toekomst voorspellen: het is moeilijk te geloven. Uit de correspondentie van Okkerse die we tijdens het onderzoek voor dit boek hebben mogen inzien, en uit de uitgebreide gesprekken die we met Okkerse en met experts en kenners van het model voerden, blijkt dat alle OK-Scores en de adviezen die de OK-Scores hebben opgeleverd onafhankelijk en zonder belangenverstrengeling tot stand zijn gekomen. Ook is de tijdigheid van elke daaruit voortvloeiende voorspelling van Okkerse van faillissementen en andere *business failures*² over een onderneming door ons vastgesteld. Dat wil zeggen: hij waarschuwde altijd

2 Het concept 'business failure' gaat verder dan het simpelweg voorspellen van een faillissement. Bij een 'business failure' zijn nog strategische opties mogelijk en kan de onderneming tijd en geld vrijmaken om een faillissement te voorkomen. Zie ook pagina's 91 en volgende.

vooraf, nooit achteraf. Elke OK-analyse en elke voorspelling werd uitgevoerd onder toezicht van een accountant. Het lijkt erop dat de OK-Score een praktisch feilloos model is. Er liggen jaren van wetenschappelijk verantwoord onderzoek aan ten grondslag, en de toepassing ervan is kristalhelder. De jaarcijfers van vijf opeenvolgende boekjaren van een onderneming gaan erin, en er rolt één rapportcijfer uit. Een eenduidige score, die niet mis te verstaan is. De OK-Score meet wat een onderneming doet, niet wat de bestuursvoorzitter zegt.

In *Beleggen met Voorkennis. Het geheim van de OK-Score* nemen we u graag mee naar de wereld van de OK-Score. Hoe is de OK-Score ontstaan, hoe werkt het precies en wat kunnen we ermee? Okkerse werkt al zestien jaar mee aan verzoeken van wetenschappers en journalisten die zijn model willen testen. Maar speciaal voor dit boek opende hij zijn archieven, en nam hij openhartig deel aan ons uitgebreide onderzoek. Met hulp van kritische experts zetten we op een rij wat de OK-Score vermag. Daarbij willen we, met Willem Okkerse, één voorbehoud maken. De kenmerkend voorspellende kracht van de OK-Score kan, als de onderliggende wiskundige formules in verkeerde handen komen en om oneigenlijke redenen worden toegepast, verworden tot een vernietigende kracht. Want wat als elke belegger in een bedrijf zou weten dat het afstevent op een bankroet, terwijl er intern nog hard en oprecht wordt gewerkt om te redden wat er te redden valt? Op deze manier is geen enkele onderneming meer veilig. Okkerse houdt daarom de broncode van zijn model voor zichzelf. Het onderliggende algoritme is en blijft geheim. Wel kun-

nen belangstellenden altijd alle OK-Scores opnieuw berekenen en natrekken op betrouwbaarheid. Ook deelt Okkerse zijn analyses van ondernemingen wekelijks in publieke columns. Daarbij profiteren beleggers die hun vermogen toevertrouwen aan de drie OK-beleggingsfondsen van Het Effectenhuis in Amsterdam exclusief van zijn kennis.

Tussen de drie OK-fondsen bevinden zich twee aandelenfondsen: het OK Wereld Fonds en het OK Magnificent Twenty Fonds. Hiermee wordt gespreid belegd in de top van het internationale bedrijfsleven. Stuk voor stuk gaat het hier om ondernemingen met solide balansen, langetermijnwinstgroei en vooraanstaande posities in de markt. Uitgesloten van de portefeuille zijn financials - banken en verzekeraars - en vastgoedbedrijven, mede vanwege de afwijkende balansstructuren, waarop de OK-Score niet van toepassing is. Het derde fonds, het Wereld Rente Dividend Fonds, belegt in bedrijfsobligaties met een positieve OK-Score en door Het Effectenhuis geselecteerde obligaties van financiële instellingen.

Bij het samenstellen van de fondsen is het kaf strikt gescheiden van het koren. Zo wordt met het OK Wereld Fonds belegd in aandelen met een OK-Score van 1 tot en met 4, en met het OK Magnificent Twenty Fonds alleen in aandelen met een OK-Score van 1 of 2. Het Wereld Rente Dividend Fonds belegt alleen in obligaties met een OK-Score van 1 tot en met 8. Elk aandeel en elke obligatie wordt door Willem Okkerse en door Het Effectenhuis voortdurend gecontroleerd op mogelijke afwijkingen. Naderende probleemgevallen worden onmiddellijk, vaak al anderhalf jaar van tevoren, uit de portefeuille gezet.

Zeventien jaar geleden drukte Willem Okkerse op een beladen moment op de entertoets van zijn toetsenbord. Op het scherm verscheen een getal. Hij wist wel wat hij zag. Hij had zo lang naar een getal als dit toe gewerkt – en toch begreep hij niet wat hij zag. Dat getal moest het grote weten zijn. Het enige dat je weet, is dat je niets weet: dat is hem altijd voorgehouden, en hij zou Socrates niet willen tegenspreken. Maar dit weten voelde goed. Was dit ware kennis? Hij deed het nog 2800 keer: 2800 keer drukte hij op de entertoets. In 69 van de 2800 gevallen zag hij het getal 10 staan, de voorspelling van een nakend faillissement. En 69 keer had hij gelijk.

In Beleggen met voorkennis. Het geheim van de OK-Score willen we u graag voorstellen aan de man achter de methode. Luister naar zijn persoonlijke verhaal, naar hoe hij ooit op zijn idee kwam en hoe hij dit langzaam maar zeker ontwikkelde tot wat het nu is. We vertellen hoe de methode werkt, lichten een tipje van de sluier op en gunnen u een unieke glimp in het model zelf. U leert wat het nut ervan is bij beleggen, we laten zien welke bijval de OK-Score vanuit de wetenschap krijgt, maar we gaan ook uitgebreid in op de scepsis. We voeren u langs de vele bijzondere toepassingsmogelijkheden, en tot slot nemen we u mee achter de schermen van de OK-Score. Willem Okkerse heeft ons de kans geboden om zelf de actuele gegevens van een onderneming in zijn model in te voeren en de werking ervan te toetsen en de uitkomsten te vergelijken met die van een analistenrapport. Tussen de bedrijven door doen we verslag van enkele van de rake faillissementsvoorspellingen die Okkerse met de OK-Score op zijn



naam heeft staan. Na het lezen van dit boek weet u alles wat u moet weten over de OK-Score, en staat niets u in de weg om er uw voordeel mee te doen.

Namens Willem D. Okkerse MBA en Het Effectenhuis,

Jeroen Siebelink





WILLEM OKKERSE: DE MAN ACHTER DE OK-SCORE

We zijn in een gehucht met een handjevol inwoners. Het is de toegangspoort tot de Biesbosch. Een naar binnen gekeerd plaatsje, met naar binnen gekeerde huizen. Je staat erin en je bent er ook zo weer uit, zonder een mens of dier te hebben gezien. Het is alsof we door een smal muizengat kruipen en weer opstaan in een andere, onmetelijke wereld. We staan aan de rand van een oneindig lege polder. Moerassen tot zover het oog reikt, enorme wolkenpartijen drijven voorbij in het donkere water aan onze voeten. In deze verlaten contreien houdt het geheim zich op. Vandaag zullen we het aanschouwen. Van heel dichtbij. Willem Okkerse zal ons ontvangen, ons naar het water leiden. De vraag is alleen of we zullen drinken.

Het is eind juni, in het jaar 2016. Een hand boven onze ogen. Verderop, bij de graafschappen Zeeland en Holland, braken op 19 november 1421 de dijken en verdrong dit land tijdens de beruchte Sint-Elizabethsvloed. De overlevering wil dat deze waterrijke streek, met zijn beroemde spaarbekkens en kreken en wilgenvloedbossen, tijdens deze watersnoodramp is ontstaan. In slechts één nacht. In werkelijkheid duurde het nog tientallen jaren voordat het gehele gebied onder water stond en de Biesbosch werd gevormd.

We komen aan bij een vrijstaand huis terzijde van het oude centrum. Bijna een kwart eeuw heeft Okkerse aan zijn uitvinding gewerkt. Eerst in Rijswijk, later in België, en nu hier. In eenzame afzondering heeft hij de OK-Score ontwikkeld, getest en verbeterd – en nog dagelijks past hij het model toe op de laatste jaarcijfers en halfjaarcijfers van beursgenoteerde ondernemingen. Hoe het model werkt, zegt hij niet. Dát het werkt, mogen we vandaag met eigen ogen zien. Onder zijn toezien oog mogen we, op zijn studeerkamer boven, even in het geheim kijken. Vandaag neemt hij even de schrijn weg van wat sommigen ‘de heilige graal van de financiële wereld’ noemen, en mogen we op zijn standalone en niet met internet verbonden computer de officiële jaarcijfers van 21 juni 2016 van de Belgische supermarktketen Colruyt invoeren. Volgens de analisten van de Belgische bank KBC doet Colruyt het niet goed. Het KBC-beleggingsadvies van 23 juni jongstleden luidt *reduce*. Verkopen dus, en snel. Wat Okkerse vindt, zegt hij niet. We mogen zo dadelijk met eigen ogen zien wat de OK-Score van Colruyt ervan vindt. Om te ontdekken dat de OK-Score echt werkt. En misschien, hopelijk, hóé deze werkt.



Een rijzige dame doet open. Gerry, de echtgenote van Willem. Vanaf de eerste verdieping, achter de balustrade, neemt een licht gebogen gestalte ons op. Roomwit haar, brilmontuur met halvemaanglazen. Een groot pak paperassen zit al onder zijn arm geklemd. Als Willem D. Okkerse MBA (70) de trap is afgedaald en voor ons staat, is er weer die onderzoekende blik. Spiedende oogopslag, goedkeurend toch ook, ten slotte glimlachend. Een zachte handdruk, hij wenkt ons hem te volgen. Dan: een verontschuldigend gebaar. Helaas, helaas. Vandaag nog even geen blik in het model. De externe schijf waarop de software van de OK-Score staat, ligt achter slot en grendel. De batterijen van het slot lijken leeg te zijn, hij kan er hoe dan ook niet in. Vandaag kan hij ons zijn heiligheid niet tonen. Het onderzoek naar Colruyt zal tot een volgende keer moeten wachten.

Rotterdam 1953. Opnieuw is rampspoed over Nederland gekomen. In de nacht van zaterdag 31 januari op zondag 1 februari begeven de dijken in het Deltagebied het en lopen grote delen van Zeeland en West-Brabant onder water. Een van de grootste natuurrampen uit de geschiedenis van het land voltrekt zich, en Willem Okkerse, zes jaar nog maar, ziet het met verbazing aan. Het is halfvijf 's nachts. Hij staat op de kade van Rotterdam, de Boompjes, aan de noordoever van de Maas. Het water stroomt over de kade, sabbelt aan zijn schoenen. Hij moet naar de overkant, naar Rotterdam-Zuid, waar hij met zijn ouders woont. Maar hij kan niet naar huis. Het staat daar onder water. Met zijn vader en zijn moeder overnacht hij bij zijn oom. Zijn oom woont aan de Binnenweg, waar hij een slagerij heeft. De dag erop kan Willem alsnog naar

huis. Hij vaart op een vlotje door de straten. Al dat duistere water. Hoe het zomaar bezit heeft genomen van het land. De wegen waarop hij vaart, lijken te dansen, dartele golfjes botsen schalks tegen voordeuren, turen nieuwsgierig door vensters, glippen bij brievenbussen naar binnen. Die weken gaat hij vaak met zijn vader mee naar Bruinisse en Zierikzee, op Schouwen-Duiveland, waar zijn familie al eeuwenlang woont. Het geslacht Okkerse gaat terug tot 1390. 'Je verre voorvader was een mosselvisser,' vertelt zijn vader hem. 'En zoutschipper'.

Bij het wassende water, op een binnendijk die stand heeft weten te houden, staan ze opnieuw te kijken. Ademloos. Zijn vader steekt een hand op naar oom Piet. Maar oom Piet heeft het te druk om terug te zwaaien. Met zijn roeiboot vaart hij heen en weer. Hij vist levenloze lichamen van mensen en kadavers van dieren uit het water en brengt ze aan wal. Hij is Gondelier van de dood. Als Piet met dit klusje klaar is, brengt hij betonblokken naar de dijk en helpt mee met het dichten van de gaten.

Het water is een gigantisch dier. Het ligt versuft te zuchten van de vraatzucht die het ineens overviel. Het beeld maakt indruk. Willem staat met zijn handen in zijn zakken te staren. Naar het gat in de dijk verderop. Het gat dat er ineens was. Hoe is het mogelijk dat we dit niet zagen aankomen?

Rotterdam, 1946. In een door bombardementen volledig verwoeste stad wordt Willem Okkerse twee maanden te vroeg geboren. Hij weegt slechts 1470 gram en moet drie maanden in de couveuse verblijven. Maar hij redt het. Vier jaar later komt zijn broertje ter wereld. Hij redt het niet. Willem blijft enig kind. Een



peinzend kind. Een dagdromer. Op de lagere school is hij niet goed in taal, maar in één ding blinkt hij uit: rekenen. Daarin is hij elk jaar opnieuw de beste leerling van de klas. Op verjaardagsfeestjes geeft zijn vader hoog over hem op. Zijn enige zoon, het oudste kleinkind van de familie: die gaat het maken, mensen. Er is een grote toekomst voor hem weggelegd. Toch, Willem? De gedachte al die mensen op een dag teleur te moeten stellen, niet te leveren wat hem is gevraagd, grijpt hem naar de keel. Met knikkende knieën, bang om te falen, meldt hij zich voor het toelatingsexamen van het lyceum. Overmand door angst kan hij zijn hoofd niet bij de opdrachten houden. Hij komt een half punt te kort. Hij zakt voor de test. Voor hem is niet meer weggelegd dan Mulo-B.

Rotterdam, 1962. Willem is zestien jaar en jongste bediende bij een cargadoor in de Rotterdamse haven. Via avondstudie en baantjes werkt hij zich langzaam op in het vak logistiek. Hij ziet van dichtbij hoe de haven van Rotterdam zich in hoog tempo ontwikkelt tot een wereldhaven. Hij staat erbij te kijken als in 1966 de eerste container wordt binnengevaren. Datzelfde jaar, op zijn twintigste, voorspelt hij in een advies aan een transportbedrijf dat transport per container een enorme vlucht gaat nemen. Het zou goed zijn als de onderneming in kwestie zou investeren in het laden en lossen van containers, en in een wagenpark voor het trekken van containers. Het advies wordt terzijde gelegd. Al snel heeft de onderneming spijt als haren op het hoofd; ze wordt links en rechts door de concurrentie ingehaald. Willem haalt zijn schouders op. Als adviseur, in de positie van beschouwer, een rol die hem goed lijkt te passen, trekt hij langs steeds meer onder-

nemingen en directeurs bij wie het water aan de lippen staat. Soms luisteren ze, soms luisteren ze niet. Op zijn veertigste richt hij met een internationaal gezelschap vakgenoten uit Engeland, Zweden en Zwitserland de adviesorganisatie ITLC - Associates op. Hij wordt betrokken bij adviezen aan multinationals zoals Saab, bij beursgenoteerde ondernemingen zoals Ahold en bij reorganisaties van onder meer automatiseringsbedrijven als Stork Data, Alpha Computerdiensten en Getronics – ondernemingen waarvan enkele later ten onder zullen gaan aan wanbeleid en fraude. De opdrachten en kijkjes achter de schermen die hem zijn gegund, confronteren hem met de vraag wat toch de opgang en neergang van een onderneming verklaart, het getij van ellende dat vroeg of laat komt opzetten.

1983. Of hij nu in de auto zit of in bad en, net als ooit bij uitvinder Archimedes, het water tot aan de rand stijgt, steeds keert die ene vraag bij hem terug: waarom gaan dingen mis? De Griek Archimedes wist het wel toen hij eenmaal in bad zat. Koning Hieron van Syracuse wilde de goden een gouden krans aanbieden en gaf een kunstenaar opdracht er een te maken. Na ontvangst van de voltooide krans rees bij de koning echter de twijfel of de krans wel van puur goud was gemaakt. Misschien was hij wel van een mengsel van zilver en goud – een truc waarvan valsemunters graag gebruikmaakten om geld te vervalsen. De koning vroeg aan Archimedes of hij kon vaststellen of de krans van puur goud was. De krans mocht echter niet worden opengemaakt of beschadigd. In gedachten verzonken liep Archimedes naar huis. Ter ontspanning nam hij een bad. Terwijl hij zich in het water liet



zakken, realiseerde hij zich dat hij lichter werd. Goud heeft een hogere dichtheid dan zilver. Een gouden krans heeft dus een kleiner volume dan een even zware zilveren krans. Uit de opwaartse kracht van het water zou hij dus het volume van de krans moeten kunnen bepalen. Door dit gegeven te combineren met het gewicht van de krans zou hij kunnen vaststellen of de krans van zuiver goud was gemaakt. Hij was zo blij dat hij het probleem had opgelost dat hij uit het bad sprong en zonder zich aan te kleiden naar de koning rende. 'Eureka, Eureka! Ik heb het gevonden!' Willem laat zich in het hete water zakken, het badschuim staat tot aan zijn lippen. De lach om zijn mond wordt onzichtbaar. Hij heeft het, denkt hij, ja, dit is het. Hij was al een tijdje op zoek naar een goede naam die de gevel van zijn nieuwe huis in België kon sieren. En nu heeft hij hem. *Eureka*.

1985. Bij een dochteronderneming van Du Pont, waar computerkabels worden gemaakt, staan twee fonkelnieuwe IBM-machines te stampen. Nulletjes, eentjes, ze rekenen dat het een aard heeft. De megacomputers moeten het chaotische productieproces en het voorraadbeheer van de maar liefst 25.000 verschillende eindproducten van Du Pont aansturen. Maar de machines werken niet goed. De levertijden lopen alleen maar verder op. Na een analyse adviseert Okkerse te stoppen met de huidige manier van productieplanning. Hij voert een systeem in waardoor de onderneming toch op tijd kan leveren. Zijn oplossing komt erop neer dat voortaan tachtig procent van de omzet aan standaardproducten – die twintig procent van het totale aantal producten uitmaakt – op voorraad wordt gemaakt, en de twintig procent specifieke omzet

– die tachtig procent van het aantal eindproducten uitmaakt – voortaan op order wordt gemaakt. Zo worden de voorraden kleiner, wordt het beslag op het werkkapitaal minder en nemen de leveringssnelheid en betrouwbaarheid toe. Thuis, op zijn werkkamer, zet dit hem opnieuw aan het denken. Als het bedrijf op aanwijzing van IT-specialisten twee IBM-computers met een verpletterende rekenkracht aanschaft, maar daarmee niet de werkelijke problematiek van een onderneming oplost, hoe kan het ware probleem dan wel worden aangetoond? Wat zeggen de geldbewegingen over de goederenbewegingen? Hoe kunnen we in één oogopslag weten of een onderneming gezond is? Het is iets wat hem niet loslaat. Hij moet hier iets mee.

1989. Om te weten of een onderneming gezond is, zoveel is Okkerse inmiddels duidelijk geworden, moet de thermometer erin. Maar waarin precies? Een onderneming kent maar liefst vier vitale stromen, stromen die je één voor één kunt meten. Stop je de meter in de goederenstromen die door de onderneming lopen, van grondstof tot eindproduct, van leverancier naar klant? Maar wat dan als die goederenstromen er inderdaad niet goed uitzien? Dan kijk je naar een abstractieniveau hoger, naar de gegevensstromen, die de andere kant op lopen. Terug van de klant naar de leverancier, van eindproduct tot grondstof. En wat als het ook in de gegevensstromen fout zit? Dan zoek je het nog hoger op en onderzoek je de besturingsprocessen. En tot slot, als het ook fout zit in de besturingsprocessen, kijk je naar het allerhoogste abstractieniveau in de onderneming: de geldstromen. Hoger en preciezer bestaat niet. De inkomsten en de uitgaven,

het geld dat altijd stroomt, de balans en de resultatenrekening, de getallen, helder en ondubbelzinnig als een bankcheque. De geldstromen zeggen volgens hem alles over wat dieper verborgen ligt. Daar moet hij dus zijn aandacht op richten. Zo wil hij naar een onderneming kijken. Hij doopt zijn methode 'Logistical Diagnosis & Analysis' (LD&A) en laat de werking door accountants van Paardekooper & Hoffman controleren en certificeren.

En dan, op een namiddag thuis, in spannende afwachting van de testresultaten, terwijl hij wat door zijn verzameling obscure boeken over kabbalistiek bladert, blijft zijn blik hangen op een pagina. Hij ziet een beeld. Het is een soort voetbal, maar dan met twaalf vijfhoekige vlakken. De zogeheten dodecaëder. Een ruimtelijk geometrisch figuur, een lichaam waarvan Archimedes de meetkunde beschreef. Wanneer dit lichaam volledig transparant wordt, van glas, en wanneer we erdoorheen kunnen kijken, zal een lichtbundel of de zon binnen in de dodecaëder een kubus zichtbaar maken. Alsof diep vanbinnen een hogere, en meer eenvoudige waarheid verborgen ligt. Een uitspraak over wat goed is, en wat niet goed.



1989. Venz aan de telefoon. Die van de chocoladevlokken en chocoladehagelag. 'Meneer Okkerse, we zitten met een distributieprobleem. We kunnen de klanten niet op tijd beleveren en denken er daarom over om er een koelmagazijn bij te bouwen, zodat we meer uit voorraad kunnen leveren.' Okkerse hoort het aan. Na een beleefdheidsbezoekje aan de fabriek zet hij er verder geen

stap meer over de drempel. Is het goed als hij eerst eens rustig in de jaarcijfers duikt? En de kosten en zo bekijkt? Al snel ontdekt hij dat een nieuw magazijn het laatste is wat Venz nodig heeft. En ook de vrachtauto's die de orders rondbrengen, kunnen wat hem betreft weg. Die wagens kosten namelijk meer dan dat ze de onderneming opleveren. De vrachtwagenchauffeurs maken hun ritten volgens een vast schema – een inflexibele en bovendien klantovriendelijke bedrijfsvoering. Als een klant op woensdag bestelt, wordt die order die vrijdag gepland voor productie in de daaropvolgende week. Als de productie klaar is, staat die order dus minimaal één week in het magazijn te wachten. Soms loopt de totale levertijd voor de klant zelfs op tot drie werkweken. Om sneller te leveren is een grotere voorraad nodig. Vandaar de noodzaak van extra magazijnruimte. Althans, dat denkt men bij Venz. Besteed het transport toch uit, luidt echter het advies van Okkerse. En lever elke dag aan iedere klant uit. Dan kun je in plaats van op voorraad echt op order produceren. Dan bespaar je miljoenen en is de klant per saldo beter af. Het cijferwerk en het bijgaande advies gaan aangetekend naar Venz. Per ommegaande krijgt hij een reactie. Ze zijn simpelweg verguld met het advies en gaan dit jaar nog volledig over op ordergestuurde productie en minimale voorraden. Hij kijkt op van zijn cijferwerk. Met een zucht dringt het besef tot hem door, het trekt zich ruisend terug, en het overspoelt hem weer, als een vloedlijn het zand. Hij hoeft een fabriek niet met eigen ogen te zien. Hij hoeft de goederenstromen, de geldstromen of de besturingsprocessen niet van dichtbij te zien om te weten wat diep vanbinnen fout zit. Hij ziet het al aan de cijfers.

OK-VOORSPELLING #1

1996 *Okkerse waarschuwt geen geld in Baan te stoppen*

2000 *Baan wordt door de gong gered*

In het jaar 2000, als de ontwikkeling van de OK-Score zich in de eindfase bevindt en Willem Okkerse het gevoel heeft dat zijn model rijp is voor een eerste, serieuze proeve van bekwaamheid, voert hij een test uit. Onder toezicht van een notaris tikt hij de jaarcijfers van 43 ondernemingen in. Deze cijfers zijn geleverd door vier financiële instellingen, waaronder ING. Okkerse kent geen van de 43 namen of situaties waarin deze ondernemingen zich bevinden. Evenmin kent hij de sectoren waarin ze opereren. Een dubbelblind onderzoek kortom, om zeker te weten dat hij in het oordeel dat hij moet vellen niet wordt beïnvloed door status of imago van de 43 proefkonijnen. Als hem na invoering van de gegevens de namen en de uitkomsten worden onthuld, blijkt zich onder de ondernemingen ook automatiseringsbedrijf Baan Company te bevinden. Baan is dan nog een gangbaar beleggingsobject onder investeerders. Toch heeft Baan over het boekjaar 1996 een OK-Score van 9 gekregen, de op een na laagste score. In 1997 lijkt Baan iets op te leven en wordt de score iets beter, een 8, maar in 1998 zakt Baan zelfs weg naar een 10. Dit betekent dat er een mogelijke *business failure* aanstaande is in de jaren 2000 en 2001. Maar er wordt niet ingegrepen. Ook in 1999 blijft het een 10. Okkerse raadt enkele zakelijke relaties af om ook maar een cent in Baan te steken. De investeringsafdeling van grootaandeelhouder ING luistert echter liever naar

de eigen analisten, en steekt zorgeloos 750 miljoen gulden in het aandeel. Het verandert niets aan de OK-Score. Ook in 2000 bevindt Baan zich in OK-klasse 10 – en zo gaat het nog even door, totdat de boekhoudfraude naar buiten komt, Baan in een vrije val raakt, bijna failliet gaat en uiteindelijk door een concurrent wordt overgenomen.

1990. Een opdracht bij Getronics in Amsterdam. Grote baas is Ton Risseeuw, die bekendstaat als een autoritair leider. Okkerse, die een interim-opdracht doet bij Getronics, mag eens met wat inkoopbazen mee naar de Hannover Messe. De inkopers van Getronics hebben van Risseeuw de standaard volmacht om voor een miljoen gulden aan inkooporders te tekenen. Maar als ze een voorschot nodig hebben om na afloop van de beurs het hotel te betalen, wordt dit verzoek door het hoofdkantoor geweigerd. Tenslotte moet voor kleine bedragen Risseeuw zelf tekenen. Maar Risseeuw is er niet. De inkopers kunnen niet naar huis. Risseeuw is iemand die graag groot denkt. Maar hij is ook een zuinig man. Zo laat hij de technische orders van Getronics intikken door meisjes van de spinazieacademie, beter bekend als de huishoudschool. Stagiaires, lekker goedkoop. Het magazijn van Getronics dat Okkerse in opdracht van Risseeuw moet reorganiseren, blijkt bol te staan van de verkeerde leveringen: direct gevolg van verkeerd verwerkte orders. Het wemelt er van de retouren die staan te verstoffen, onverkoopbare voorraden, die hij al eerder op de balans had zien staan. Hij houdt de geldstromen en de besturing tegen het licht, past procedures aan, schoont de balans op. Als

zijn opdracht erop zit, schrijft hij een brief aan Risseeuw. Daarin verwijt hij hem in niet mis te verstane woorden 'zuiver mismanagement'. De wenk wordt niet gewaardeerd. Na een briefje waarin een woede ligt die hem had kunnen doden, sluit Willem het dossier Getronics. Er knaagt iets aan hem. Kan hij zichzelf iets verwijten? Hij heeft het toch goed gedaan? Maar dit moet anders kunnen. Wat zou het mooi zijn als er een onfeilbaar systeem was. Eén hard cijfer waarmee hij exact de kwaliteit van zijn organisatieadvies kan meten. Zoiets moet hij toch kunnen bedenken?

OK-VOORSPELLING #2

2006 *Okkerse voorspelt verlies Getronics op vijf miljoen nauwkeurig*

2007 *Getronics wordt gedwongen overgenomen door KPN*

De overambitieuze automatiseerder Getronics wil in de Verenigde Staten marktleider worden, en neemt daartoe in het jaar 1999 met geleend geld concurrent Wang over voor maar liefst 3,7 miljard gulden. Getronics krijgt daardoor na een aanvallende OK-klasse 5 direct een OK-Score van 10. Getronics stevent af op een *business failure*. Bij een OK-klasse 5 moet je al voorzichtig zijn met expansie met vreemd vermogen. Maar ja, de grote man van Getronics Ton Risseeuw – Okkerse kent hem nog van een adviesklus – duldt van niemand tegenspraak. Tegen grootheidswaan kan geen OK-Score op – laat staan de raad van commissarissen van Getronics, die dan ook braaf ja knikt bij de

gevaarlijke miljardenovername. Een jaar later, na nieuwe berekeningen van Okkerse, scoort Getronics zijn tweede OK-Score 10. Dit betekent dat de situatie elk moment fataal kan worden. Radicaal ingrijpen is noodzakelijk. Herkapitalisatie, *asset stripping*, gedwongen overname of een turnaround. In 2003 brengt de crisis in de ICT-sector Getronics inderdaad aan de rand van de afgrond, maar de onderneming valt er wonderwel niet in. Onder meer door in 2003 en 2004 geld op te halen met een onder bestaande aandeelhouders impopulaire aandelenemissie, maar zoals later zal blijken ook door gesjoemel met de cijfers. Zo is sprake van een miljoenenfraude bij Getronics-Italië. Ook in 2004 en 2005 blijft Getronics in de kelder van de OK-klassementen. Op 2 augustus 2006 verschijnen de nieuwe halfjaarcijfers. Willem tikt ze zoals altijd heel precies in zijn model in. Diezelfde dag nog schrijft hij aan vermogensbeheerder Todays Beheer, die OK-Scorebeleggingen in de AEX verzorgt, een mailtje dat de situatie nu snel aan het verslechteren is. 'Een klasse 10 in het kwadraat voor Getronics. Extra verlies is nog niet zichtbaar in de halfjaarcijfers, maar ik schat het op 150 miljoen. Rechtstreeks door het putje. Negatieve cashflow, liquiditeitsproblemen, balans opgeleukt met unbilled receivables, geen accountantscontrole toegepast. Brrr.' Weinig beleggers nemen de waarschuwing serieus. Op 17 november 2006 stuurt hij het berichtje nog eens, deze keer aan Willem Middelkoop, financieel journalist van RTL. Ook hij doet er niet veel mee. In maart 2007 tot slot, bij de jaarcijfers over 2006, blijkt dat de automatiseerder een nettoverlies van 145 miljoen euro heeft geleden, slechts vijf miljoen minder dan de inschatting van

Okkerse bijna een jaar geleden. Voor vele volgers van Getronics komt de deconfiture als een verrassing. De koers gaat hard onderuit. In datzelfde jaar komt Getronics na een gedwongen overname in handen van KPN. Heeft dan helemaal niemand naar de waarschuwingen geluisterd? Toch wel. Een steenrijke Nederlandse belegger, woonachtig in een villa in het Belgische Brasschaat, heeft een fortuin vergaard door te speculeren op koersdalingen. Zo verdiende hij tientallen miljoenen aan de ondergang van vrachtwagenfabrikant DAF. Ook de ondergang van Getronics levert hem circa honderd miljoen euro op. Met behulp van voorkennis, die hij alleen uit een lokale presentatie van het OK-Scoremodel kan hebben. Gelegaliseerde voorkennis als het ware. Maar ook een oogst aan gevoelige informatie, die Okkerse achteraf liever in handen had gezien van een verstandige bestuursvoorzitter of een wijze raad van commissarissen die de OK-Score wel op waarde had kunnen schatten, en tijdig een turnaround van Getronics in gang had kunnen zetten. De gedachte doet hem even naar adem happen. Het doet hem opnieuw beseffen dat de OK-Score nooit in de handen van speculanten en andere uitvreeters mag vallen.

1989. Dagen waarop de hemel dicht is geschilderd, chemisch wit. Het leven op aarde wordt onvoordelig belicht, en lijkt bijna stil te staan. In huize Okkerse heerst vertwijfeling. Accountantsbureau Paardekooper & Hoffman heeft hem een bod gedaan. Het bod zou hem blij moeten maken. Hij kan het eigenlijk niet weigeren. Ze bieden maar liefst 250.000 gulden voor de rechten van zijn

LD&A-model, de voorloper van wat later de OK-Score zal heten. Maar hij weet het niet, hij overziet de consequenties even niet. Hij is doodop. Het is een periode in zijn leven waarin elk uur dubbel telt. Hij is gevraagd voorzitter te worden van ITLC - Associates en moet daartoe een academische graad halen. Hij móet. Van zijn partners. Maar stiekem moet hij vooral van zichzelf. Eindelijk ziet hij een kans op revanche voor zijn middelbare school, bijna dertig jaar na dato. Overdag werkt hij keihard, 's avonds zit hij gebogen over de boeken van zijn MBA. Thuis is hij alleen nog om wat slaap te pakken. Dat hij op een echtscheiding afstevent, ziet hij wel, maar hij weet niet wat hij eraan kan doen. Het gebeurt gewoon, onder zijn eigen ogen.

Een jaar later woont hij samen met Gerry, een partner bij ITLC. Ze zegt: niet doen, niet verkopen, jouw idee is vele malen meer waard. Hij slaapt er nog eens een nachtje over, hoewel hij het al weet. Hij besluit zijn model niet te verkopen. Maar hij ontwikkelt het ook niet verder. Hij kan het niet meer opbrengen er nog verder aan te knutselen. LD&A is gewoon te complex. Bovendien hebben de uitkomsten van het model een betrouwbaarheid van slechts tachtig procent. Dat stelt hem toch teleur. Hij wil problemen aanwijzen en voorspellen met een minimale betrouwbaarheid van 95 procent. Ook wil hij zich niet meer bezighouden met goederenstromen, gegevensstromen en besturingsstromen. Hij wil alleen nog de geldstroom van bedrijven beschouwen. Die gedachte krijgt hij maar niet uit zijn hoofd. Een geldstroom is als een bloedstroom: hij bevat verborgen signalen, geheime DNA-codes die je moet ontcijferen en die je moeten wijzen op dieperliggend gekronkel en gekonkel. Overigens, zo heeft hij

onlangs met een schuin oog geconstateerd, bestaat er al een enigszins vergelijkbare methode. Eentje die ook op basis van de cijfers in de jaarrekening een oordeel velt over een onderneming, en waarmee de bedenker bedrijfsfaillissementen denkt te kunnen voorspellen. Deze zogeheten Z-score is al in de jaren zestig ontwikkeld door de Amerikaan professor Edward Altman. Met de Z-score bereken je financiële ratio's, op basis waarvan je goede bedrijven kunt scheiden van failliete bedrijven. Maar Okkerse heeft zo zijn twijfels over de voorspellende kracht van de Z-score. Er klopt iets niet aan de Z-score. Hij heeft het al nagerekend. Veel goed lopende bedrijven krijgen slechte Z-scores, en andersom blijken bedrijven met goede Z-scores toch failliet te gaan. De werkelijkheid is niet zo simpel als Altman het voorstelt. Het verband tussen geldstromen en vitaliteit is geen lineair vraagstuk. En als het inderdaad geen lineair vraagstuk is, dan is het onzin om dit als zodanig te onderzoeken. Je hebt andere methoden nodig. Hij denkt een accurater model te kunnen ontwikkelen. Hoe precies, dat weet hij nog niet. Wel heeft hij allerlei ideeën, rijp en groen. Hij begint gewoon. Hij besteedt elk vrij uur thuis achter de computer. Hij rekent, en hij puzzelt.

OK-VOORSPELLING #3

1990	<i>Okkerse toont hoe Philip Morris profiteert van vaderschap</i>
2014	<i>Philip Morris sluit de fabriek in Bergen op Zoom</i>

De sigarettenfabriek van Philip Morris in Bergen op Zoom boeit Okkerse in hoge mate. Bij de invoering van de Tabakswet in 1990 worden vele vormen van reclamemaken verboden. Waar ging al dat reclamegeld toch heen? En wat is het nut ervan? Hij besluit zijn MBA-scriptie te wijden aan de geheimen van de sigarettenindustrie. In deze tijd rookt hij nog graag een sigaar-tje. Hij knijpt zijn ogen tot spleetjes, puft een kegeltje rook zijn studeerkamer in. Zijn aandacht wordt getrokken door posten op de laatste balansen en resultatenrekeningen van Philip Morris. Het valt hem op dat bij Philip Morris bijzonder veel rook door de schoorsteen gaat. Althans, zo lijkt het. Philip Morris lijkt een onzuinige verwarmingsketel, waar veel goeds in gaat en waar maar weinig goeds uit komt. Het bedrijf verbrandt geld. Een verspilling van maar liefst 24 procent tegenover een rentabiliteit van slechts 2,4 procent. Dat kan niet kloppen; in de sigarettenindustrie wordt geld als water verdiend. Vanwaar dan toch die onzuinige verbrandingsmotor?

Na wat berekeningen komt hij tot de conclusie dat Philip Morris zoveel geld verdient dat men er van gekkigheid niet weet wat men er anders mee moet dan het over de balk te smijten. Of iets anders. Zo is in de periode van 1991 tot 1997 honderd miljoen euro meer verdiend dan voor de invoering van de Tabakswet, toen er nog wel reclame werd gemaakt. Maar nu dus zonder reclame te kunnen maken, en bijgevolg met gelijkblijvend marktaandeel. Wat is hier aan de hand? Philip Morris heeft in Nederland al jaren een stabiel marktaandeel van veertig procent. Om over die omzet accijns te kunnen afdragen moet de

onderneming bij de overheid van te voren accijnszegels bestellen. Om precies te zijn veertig procent van het jaarlijks in Nederland te betalen accijnsbedrag van 2.500.000.000 euro, oftewel 1.000.000.000 euro aan accijnszegels. Dit belastingstelsel dateert overigens uit 1921; de trekschuit met zijn snikjong was net afgeschaft. Hoe dan ook, aan het begin van elke maand ontvangt Philip Morris ter waarde van 1.000.000.000 euro gedeeld door twaalf maanden zegels ter waarde van circa 83.000.000 euro. Al die pakjes sigaretten zijn voor het eind van de maand gekocht én netjes betaald. Philip Morris heeft dan ook na vier maanden, wanneer pas de eerste accijnsrekening van de eerste maand ten bedrage van 83.000.000 moet worden afgedragen aan de staat, al een bedrag van 333.000.000 euro aan accijns bij de consument geïncasseerd. Het verschil tussen het geïncasseerde bedrag en het te betalen bedrag, 250.000.000 euro, komt neer op een permanent voorschot van de Nederlandse staat. Een cadeautje. Gratis geld. Waar andere bedrijven grote moeite moeten doen om een banklening te krijgen, speelt de staat voor zijn tollenaar. In ruil voor achttien procent rente geeft Philip Morris dit geld ook nog eens vrolijk uit aan de bouw van sigarettenfabrieken in andere landen, en haalt zo 45 miljoen euro per jaar op aan rente. Op gratis door ons belastingbetalers ter beschikking gesteld vermogen. Als dit tot Okkerse doordringt, rookt het sigaartje verder onbemand in de asbak op zijn bureau. Hij tikt als een bezetene op zijn toetsenbord. Zijn brieven aan minister Els Borst in Den Haag stichten verwarring en kunnen op ongeloof rekenen, maar blijven zonder gevolg. Tenslotte kan de staat de accijnzen niet missen. Bovendien werken er twaalf-

honderd man in de fabriek van Philip Morris. Nederland bevindt zich in een recessie, men zit niet te wachten op nog meer werklozen. Een journalist van dagblad *Trouw* duikt nog wel in de zaak, maar het zal tot geen enkele Kamervraag leiden. Okkerse zelf wordt er ook niet wijzer van. Laat staan populairder. Bij de fabriek niet, bij de overheid niet, bij de rokers niet. Anno 2017 is de fabriek in Bergen op Zoom gesloten, maar hij zal binnenkort worden heropend. Wel is Okkerse inmiddels gestopt met roken.



HET ONTSTAAN

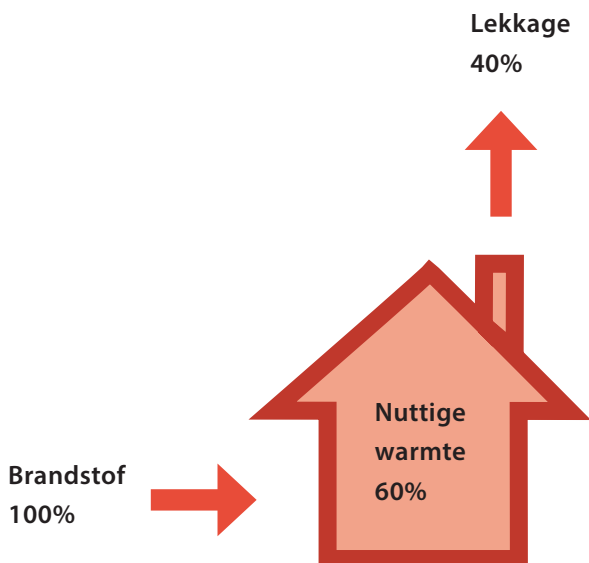
Hij ligt wakker in het holst van de nacht. Zijn ogen zijn gesloten. Daarbinnen is een licht. De projectie van een huis. Een huis zoals een kind het zou tekenen: voordeur, raam, puitdak, schoorsteen met pluim. Hij ziet dwars door het huis heen. Hij is bij de achterdeur. Een stroom geld komt de achterdeur in, de keuken in, rolt langs hem heen, de woonkamer in. Een deel van het geld wordt daar nuttig gebruikt, een kleiner deel verdwijnt door de schoorsteen. Niets mis met dit beeld. Een plaatje van een onderneming. Zo werkt het. Toch klopt er iets niet. Hij kijkt nog eens goed naar wat er precies met het geld gebeurt. Er gaat meer geld in dan eruit komt. Waar is dan de rest gebleven? Glijt een deel van het geld de tocht in en stroomt het door de voordeur naar buiten? Geld als water, geld dat als

rook op gaat. Het moet mogelijk zijn aan de hand van geld vast te stellen wat hier niet goed gaat. Zonder meteen dat huis in te gaan en het overhoop te halen en een duur onderzoekstraject te beginnen. Hij moet het aan de cijfers kunnen zien. En over welke cijfers beschikt hij? Wat is het enige dat we zeker weten van een onderneming? De goedgekeurde balans en de winst-en-verliesrekening. Hij opent zijn ogen. En ziet nog steeds dat huis voor zich.

Een huis heeft een centrale verwarming. Een cv heeft net als een onderneming een doelstelling. Naar wens van de eigenaar van het huis brengt deze warmte voort. We draaien aan de thermostaat en hop, de calorische waarde van gas wordt omgezet in nuttige warmte. Er staat een schoorsteen op het huis, want er is ook verspilling. Gelukkig is de techniek vergevorderd. Er zijn nu al hoogrendementsketels van 90 tot 95 procent. Waarom bereiken ondernemingen niet zulke rendementen? Waarom blijven de meeste steken op tien of twintig procent? Waarom wordt door zoveel ondernemingen energie verspild en gaan sommige zelfs failliet? Weer is er dat huis. Hij heeft het niet meer. Hij is opgestaan, loopt op de tast naar zijn werkkamer.

Gezeten achter zijn bureau pakt hij een vel papier en tekent een huis met een ketel erin. In de ketel gaan twee stromen. Het gaat om de activa van de balans en de activiteiten van de resultatenrekening. De twee ingaande componenten worden omgezet in twee nieuwe componenten: een uitgaand deel nuttige warmte en een uitgaand deel dat jammerlijk door de schoorsteen verdwijnt. Het nuttige deel staat in financiële kringen beter bekend als de *return on assets*, een uit de leerboekjes bekende ratio van

DE RATIO VAN DE VERSPILLING



het Dupont-model uit 1928. Maar, zo beseft Okkerse nu, naar het tweede deel, de verspilling, is nooit eerder onderzoek gedaan. De frivool omhoog kringelende rook door de schoorsteen, de verkwisting, de hoeveelheid energie die niet wordt omgezet in nuttige warmte. De 'ratio van de verspilling'. Het woord staat geschreven. Willems eigen ratio. Komt nog in geen enkel leerboekje voor. Maar dat gaat hopelijk snel veranderen.

In een onderneming gaat het erom met minimale middelen maximaal resultaat te bereiken. Hoe lager de verspilling, hoe rendabeler de ketel. Een onderneming die veel energie verspilt, zo komt Okkerse voor, gaat uiteindelijk failliet. Een hoge verspillingsratio, dat is foute boel. Toch? Hij stokt. Meteen ziet hij zijn denkfout in.

Het is juist omgekeerd: een onderneming die nu veel verspilt, heeft nog de kans het beter te gaan doen door de ketel beter af te stellen en de verspilling om te zetten in nuttige energie. Als je weinig tot niets verspilt maar je zet ook de activiteiten en activa niet om in nuttige energie, dan is er niks meer te verbeteren, en ga je uiteindelijk failliet. Dat is de logica. De gedachte zet zich in hem vast dat een onderneming met een negatieve return on assets én geen verbeteringspotentieel maar een kleine kans op overleven heeft. Om dat verbeteringspotentieel gaat het, de eigen prestatie-norm van een onderneming. Maar hoe is dat potentieel te meten? Hoe is die individuele norm vast te stellen?

De twee ingaande stromen bij elkaar opgeteld moeten gelijk zijn aan de twee uitgaande stromen samen. Het is net als bij de wet van behoud van energie: er kan niks verloren gaan. Maar hoeveel geld uit de twee ingaande stromen wordt omgezet in nuttige energie en hoeveel in verspilling? Welk deel gaat precies naar welk deel? Dat is niet exact vast te stellen. Met de gegevens die ons ter beschikking staan, kunnen we de werking van de ketel alleen benaderen. Maar is een benadering genoeg, als we de werking van de ketel exact willen doorgronden?

Hoe benaderen we de individuele norm van een onderneming? Hoe diepen we die op uit de brij aan bedrijfsgegevens? Een set gegevens is net als een meer, zei iemand: je kunt er nooit méér uit opdiepen dan erin verborgen ligt. Maar wat erin zit, is veel. Niet alleen data, maar vooral de verbanden tussen die data. Okkerse start met 25 verschillende data, 25 voor de hand liggende gegevens, iedereen met een basiscursus boekhouden

kent ze. Van de linkerhelft van de balans haalt hij de goodwill, de immateriële activa, de materiële activa, de financiële activa, de voorraden, de debiteuren, de overige vorderingen en de kas. Rechts op de balans vindt hij de aandelen, agio en het saldo van de ingehouden winst of het verlies, de belangen van derden, crediteuren, de lange schuld, de voorzieningen, de crediteuren, de korte bankschuld en de overige schulden. Dat zijn vijftien posten. Dan de resultatenrekening: omzet, kosten van verkochte goederen, personeelskosten, afschrijvingen, betaalde rente, ontvangen rente, aandelen van derden, bijzondere baten en lasten en tot slot de belastingen. Samen 25 posten (zie ook het rekenvoorbeeld op pagina 170). Hij kan nog meer posten nemen, hij kan dieper vissen, tot op grootboekniveau. Maar dat is meer werk, en niet echt nodig. Het zoeken naar de verbanden is begonnen – verbanden tussen de debiteuren en de voorraden, verbanden tussen de schulden en de rentelasten. Een puzzeltocht van jaren. Elk gegeven wordt beschreven, steeds in verhouding tot een ander gegeven.

Het gaat vaak niet om het voor de hand liggende. De logische verbanden een-op-een, de directe relaties. Die kan iedereen wel bedenken. Het gaat hem om de relatieve verbanden. Niet om de vraag: is iets waar of niet waar? Maar: is iets een beetje waar? En wanneer? En hoeveel? *Better roughly right than exactly wrong.* Maar hoe stel je iets ongeveer vast, iets wat nog wazig is, diep weggestopt, maar er wel degelijk is? *Fuzzy logics*, een wiskundige methode die in 1950 is ontwikkeld door ene professor Zadeh, helpt hem uiteindelijk verder. Het principe is simpel. Het werkt met relatieve begrippen, het is een soort relativiteitstheorie. Een

kind van vier vindt een jongen van twintig oud, maar die jongen van twintig vindt zichzelf niet oud, hij vindt een man van zestig oud. Terwijl 100 jaar pas écht oud is. In hoeverre is de leeftijd van zestig jaar dan toch een beetje oud? Hetzelfde kun je doen met debiteuren, voorraden, schulden en rentelasten. Wanneer zijn de debiteurenstanden een beetje hoog, en wanneer zijn ze echt hoog? Wanneer leiden de debiteurenstanden werkelijk tot problemen?

OK-VOORSPELLING #4

2001	<i>Okkerse ontdekt fraude WorldCom</i>
2002	<i>De recordfraude van WorldCom komt aan het licht</i>

In 2001 komt Okkerse in zijn berekeningen met de cijfers van de Amerikaanse telecomonderneming WorldCom over het boekjaar 2000 tot de post 'Not Accounted For'. Deze post betekent meestal foute boel. Er is sprake van *not accounted for* als het model in de 7750 verbanden onverklaarbare mutaties opmerkt en Okkerse er in de door de accountants goedgekeurde jaarverslagen geen plausibele verklaring voor kan vinden. Het bedrag loopt volgens Okkerse op tot ruim vijf miljard dollar op het balanstotaal van WorldCom van honderd miljard. Hij vermoedt boekhoudfraude, het eigen vermogen is veel te rooskleurig voorgesteld. Toch geeft het model over alle voorgaande jaren, inclusief het vijfde onderzoeksjaar, geen OK-Score van 10, maar

een OK-Score van 9 af. Het model is te lief voor wanpresteerders, dus stelt hij de knoppen wat strenger af.

Als een jaar later, in 2002, accountantsorganisatie KPMG de boekencontrole van WorldCom overneemt van Arthur Andersen, komt een van de grootste jaarrekeningfraudes ooit uit. WorldCom heeft ten onrechte kosten geactiveerd die geen investeringskarakter hebben. Zodoende heeft men de omvang van de activa te hoog voorgesteld. Door het niet opvoeren van deze uitgaven als kosten, en door het opvoeren van niet-bestaande inkomsten werden de bedrijfsresultaten te hoog voorgesteld. Doel hiervan was op onheuse wijze de koers van het aandeel op te krikken, een truc die onder anderen de CEO en grootaandeelhouder ten goede kwam. De totale omvang van de fraude zal uiteindelijk worden geraamd op elf miljard dollar.

De zaak-WorldCom illustreert de grote kracht van de OK-Score. De OK-Score signaleert vroegtijdig fraude in jaarrekeningen. Als Okkerse de analyse iets eerder had kunnen doen, bijvoorbeeld vier jaar voor de *business failure*, had dit tijdig tot een diepgaand onderzoek door de Amerikaanse autoriteiten kunnen leiden, en had dit veel leed voor belanghebbenden kunnen voorkomen.

1997. De 25 inputgegevens liggen op hun plek. Het gevoel dat je hebt bij puzzels die af zijn: hoewel je wist waar je naar op zoek was, ben je toch verrast. Alsof je dit duizelingwekkend fraaie

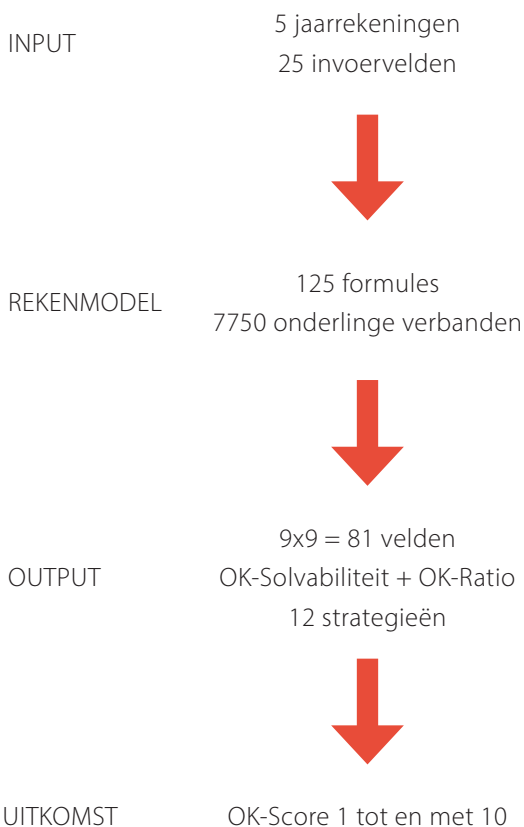
beeld zelf hebt bedacht. Hij kijkt naar zijn creatie. Twee financiële ratio's: de OK-Solvabiliteit en de OK-Ratio. De eerste ratio is een aangepaste, iets strengere variant van de solvabiliteitsratio die hij uit de leerboekjes kent. De OK-Solvabiliteit geeft aan in hoeverre een onderneming haar schulden kan inlossen. Zijn variant is strenger omdat die een afslag inboekt voor slechte debiteuren en overvullige voorraden. Tot zover niet veel nieuws onder de zon. Maar de OK-Ratio is wel echt nieuw. Een raadselachtige constructie, als je het hem vraagt, hij weet nu al bijna niet meer hoe hij die precies heeft samengesteld. Het getal geeft de mate aan waarin een onderneming in staat is haar eigen broek op te houden met eigen financiering. Als bijvoorbeeld de debiteuren stijgen, dan zie je dat terug in een daling van de cashflow. Maar tegelijk levert de bijkomstige daling van de voorraden ook een stijging van de cashflow op, want de verkopen zijn gestegen. Logisch natuurlijk, maar hoe werkt dit in samenhang met elkaar? Werkt het tegen elkaar in, versterkt het elkaar? Een van de 125 formules in het algoritme van de OK-Score luidt dan ook: indien de debiteuren oplopen tot meer dan zoveel procent én de voorraad loopt op tot zoveel procent, kijk dan onmiddellijk naar de post schulden. Dit is een waarschuwing. Zo bouwt hij meerdere *early warning*-elementen in: hoe de debiteurendagen verlopen, de crediteuren, het werkkapitaal. Niet binnen een jaar, niet binnen twee jaar – het gaat erom hoe de percentuele relatie met het jaar ervoor zich ontwikkelt, én het jaar daar weer voor. Elke post kent zogeheten graden van betrokkenheid. Door de jaren heen blijkt in hoeverre een post betrokken is bij een relatie. Lijkt een relatie verwaarloosbaar? Maar hangt die relatie wel samen

met een andere relatie? Zijn ze dan samen misschien toch wel van invloed?

In het begin, wanneer hij proefdraait, is het alsof hij nog door melkglas kijkt. De relaties zijn inderdaad wat je noemt nogal *fuzzy*. Maar als hij niet één maar meerdere boekjaren invoert, lijkt het diafragma van zijn camera zich al scherper te stellen. Automatisch, hij hoeft daar verder niets voor te doen. Het algoritme doet zijn werk zelf. Het systeem start zichzelf op en houdt zichzelf gaande. Het lééft. De hoeveelheid ingevoerde gegevens en de gevonden vage verbanden zorgen daar zelf voor. Het voelt als een ongelooflijk wonder. Een zelfsturend systeem? Een dynamisch model. Elk volgend boekjaar scherpt de blauwdruk van het eerste boekjaar steeds verder aan. Zo wordt langzaamaan de specifieke norm van een onderneming steeds duidelijker. Als ware het eigen DNA. Pas na vijf boekjaren, zo blijkt uit de eerste tests, is het verantwoord een oordeel uit te spreken. Op basis van 25 inputvelden per boekjaar, vijf boekjaren lang. Wat neerkomt op maar liefst 7750 onderlinge vage verbanden. Uit dat netwerk van schimmigheden rollen, met een druk op de entertoets, twee variabelen: de solvabiliteitsratio en de OK-Ratio, die op hun beurt een totaalscore opleveren: de niets aan de verbeelding overlappende OK-Score. Een rapportcijfer van 1 tot 10. Een 1? Dan draait je verbrandingsmotor uitstekend. Een 10? Dan moet aan die motor zeer dringend iets veranderen.

Eigenlijk is het te mooi. Dat wat hij heeft gevonden is te mooi; niet te mooi om waar te zijn, maar het is te simpel, te eenduidig als oplossing voor een probleem. De OK-Score op zich is níét

DE STAPPEN IN HET MODEL VAN DE OK-SCORE



het antwoord. De kennis van een OK-Score van 1 of 10 is leuk voor beleggers en speculanten om snel geld te verdienen, maar beleggers en speculanten zijn niet de doelgroep die Okkerse wil bedienen. Als consultant heeft hij altijd de raden van bestuur van ondernemingen gediend. Maar bestuurders laten zich niet afschepen met een rapportcijfer. Bestuurders willen weten wat



erachter zit. Hoezo een 10? Wat moeten wij daarmee? En wat kunnen we eraan doen om daar een 7 van te maken? Welke strategische opties staan ons ter beschikking? Om deze opties uit te werken meldt Okkerse zich bij professor Nico van Dijk aan de Universiteit van Amsterdam. Hij gaat een proefschrift schrijven. De titel heeft hij al: *Is Ratio, Logos or Myth?* Die heeft hij bedacht na het lezen van een fascinerend boek van professor Henri van Praag over de drie culturele wereldstromingen, de Grieken, Romeinen en Joden. In het boek staan deze richtingen voor drie verschillende denkwijzen: logos, ratio en mythe. Nu is Okkerse ook altijd graag bezig met dit soort zaken, zijn kasten staan vol moet boeken over de mystiek van getalswaarden. Neem het magisch vierkant, waarvan de cijfers van links naar rechts en van boven naar beneden optellen tot hetzelfde getal. Een vierkant van vier is nog wel te maken, maar maak maar eens een vierkant van vijf. Of neem uit *De Pentateuch* de tien plagen van Egypte. Schrijf die in het Hebreeuws en neem de getalswaarde ervan. Wat blijkt? Een magisch vierkant. Hadden de mensen daar toen al verstand van? Of kennen we waarde toe aan cijfers door te spelen met taal? Toch verzinnen we het niet. Hoe zit het dan? Is wat we zeggen logos? Of mythe? En de ratio's van een onderneming, zijn die logos of mythe?

2000. Hij komt er niet uit. De twijfel heeft toegeslagen. Het lijkt erop dat hij zijn eigen mythe heeft gecreëerd. Hoe vaker hij de OK-Score test en verder finetunet, hoe sterker de logica, hoe beter de resultaten die eruit rollen en hoe duidelijker de maatschappelijke en commerciële potentie van zijn uitvinding. Maar

de opwindning is van meet af aan dooraderd met het besef dat in het model ook grote gevaren schuilen. Rusteloos scrolt hij door de algoritmes. De cursor beweegt naar beneden en weer naar boven. Heen en weer gaat het, het is alsof hij ze streelt. Mijn God, wat als dit allemaal bekend wordt? En dat moet het, als hij wil promoveren. Maar dat kan dus niet. Het tobben gaat niet meer weg. Een promotie vereist dat de onderliggende algoritmes bekend worden gemaakt, maar die bekendmaking zal zowel de marktpotentie prijsgeven als de gevaren duidelijk maken. Hij belt met Van Dijk. Hij legt zijn promotor uit dat hij de werking van het model niet uit de doeken kan doen. Niet zozeer vanwege het te grabbel gooien van de commerciële potentie en het mislopen van veel geld, maar vooral vanwege het maatschappelijke risico dat de OK-Score in verkeerde handen terechtkomt en onherroepelijk tot grote speculatieve bewegingen in de financiële markten zal leiden. Er zit een nucleair explosief in de OK-Score, zegt hij ten slotte dreigend. De professor toont begrip. De promotie wordt afgebroken.

Het afbreken van de promotie weerhoudt hem echter niet van de verdere ontwikkeling van de OK-Score. Na een eerste, teleurstellende test van zijn model met Belgische bedrijven die blijken te sjoemelen met de cijfers, besluit hij het groots aan te pakken. Voortaan wil hij alleen nog testen met AEX-bedrijven en grote mkb-bedrijven met door accountants gevalideerde jaarcijfers. Uiterst zorgvuldig, en steeds onder toezicht van een notaris, bereidt hij drie grote onderzoeken voor: een eerste onderzoek met enkele honderden bedrijven, waarvan de feitelijke omstandigheden bekend zijn, stelt hem in staat een eerste kalibratie te

maken, een tweede onderzoek met honderd anonieme bedrijven gebruikt hij om de eerste kalibratiepoging te testen en te versterken en het derde en beslissende onderzoek wil hij dubbelblind doen, waarbij hij zelf de inputgegevens niet kent. Hij wil het anders doen dan collega Altman. Altman wist bij het testen en toepassen van zijn Z-score vooraf precies welke de gefailleerde bedrijven waren, zodat de mogelijkheid bestond dat hij werd beïnvloed door zijn kennis van de werkelijkheid.

Okkerse wil dat niet. Hij denkt graag groot. Net als onze Schepper wil hij in zes dagen een wereld bouwen, en pas op de zevende dag zien dat het goed is. Werken en beschouwen, dat gaat nu eenmaal niet samen.

Hij vraagt om medewerking van vier instellingen uit de financiële wereld: ING, Parcom Ventures, NPM en Graydon. Ze leveren 43 bedrijfscasussen aan bij notaris Mr. E.W. Groenveld in Barendrecht. Van de 43 zijn er inmiddels tien failliet gegaan, wat Okkerse niet weet. Hij weet helemaal niets van de 43. Hij kent naam noch status van de 43 bedrijven. Zelfs de branche kent hij niet. Uitsluitend de methode zelf moet de status van de onderneming kunnen identificeren. Stel dat hij zou weten dat de cijfers betrekking hebben op een vliegtuigonderneming; het ligt voor de hand dat het om Fokker zou kunnen gaan. De notaris anonimiseert ze, nummert ze random, schudt ze door elkaar en geeft tot slot de vijf opeenvolgende balansen en resultatenrekeningen van de 43 mee aan Okkerse. Aan hem de vraag welke failliet zijn gegaan. Preciezer geformuleerd: hij moet het faillissement achteraf, maar op basis van de gegevens die hij krijgt tijdig, dat wil zeggen ten minste één jaar voor het faillissement, signaleren. Notaris Groenveld kijkt hem

schuin aan, taxeert hem. Maar op zijn gezicht geen spoor van ironie bij de vreemde opdracht waaraan hij zijn medewerking heeft verleend. Hier wil iemand een bizar wereldrecord gaan vestigen. Iemand denkt tien spelden in een hooiberg te gaan vinden. Ga er maar aan staan. Want de kans dat een aap uit een verzameling van 43 ondernemingen feilloos de tien gefailleerden pikt, is niet groter dan $(10/43) \times (9/42) \times (8/41) \times \dots$ enzovoorts. Een kans van slagen kortom van slechts van één op 1,6 miljard.

Op zijn kantoor in Rijswijk neemt Okkerse plaats voor zijn oude standalone computer. Op het scherm een spreadsheet met vijf nog lege kolommen. Elke kolom staat voor een boekjaar van anonieme onderneming nummer 1. Hij trekt er een stoel bij voor zijn vrouw Gerry. Van de notaris hebben ze dikke stapels papier meegekregen. Om elk pak papier zit een elastiekje. Uit de pakken steken dunne strookjes papier. Op elk strookje staat een nummer geschreven, van 1 tot en met 43. Verder staat er niets op de strookjes. Achter elk nummer zitten de balansen en resultatenrekeningen van vijf opeenvolgende boekjaren van een onderneming. Hij geeft het nietszeggende materiaal van nummer 1 aan haar. Geen idee welke onderneming dit is. Hij wijst op de eerste balans, op de eerste post. Immateriële activa. 'Zeg maar.' Ze schraapt haar keel. '3, 2, 7, 5, 5, 0...' 'Nee, nee, zo moet je het niet zeggen, dat brengt me in de war. Noem het héle bedrag.' 'Oké. Driehonderdzevenentwintigduizendvijfhonderdvijftig. Dus drie...' Ja, ja. 'Heb je dat?' 'Ja, ja, verder!' 'Elk bedrag is eigenlijk maal duizend, hè?' 'Ja, ja, door nu!' Materiële activa. Achthonderd-drieën... Het gaat hem niet snel genoeg. Hij kan niet wachten

totdat alles is ingevoerd en hij de resultaten naar de notaris kan brengen. Hij weet het eigenlijk al, hij weet al dat hij nul fouten zal maken. Enter, volgende. Nog een hapklaar brokje. Volgende. En toch. De zenuwen gieren door zijn lijf. De vorige test is faliekant fout gegaan. Nu moet het goed gaan. 'Doe je het wel goed schat? Het moet echt heel precies hoor.'

Als ze na enkele maanden tikken, in de verloren uurtjes tussen het gewone werk door, klaar zijn met het invoeren van alle gegevens, melden ze zich weer op het kantoor van notaris Groenveld.

Het is 4 juli 2000. Op het bureau van Groenveld liggen de OK-Scores van 43 ondernemingen. Groenveld heeft zijn kluis geopend en er enkele documenten uitgehaald. Op de documenten staat welk casusnummer bij welke onderneming hoort. Hij kijkt de twee nog eens indringend over zijn brilletje aan, alsof hij op het punt staat de huwelijksvoorwaarden met koude uitsluiting te gaan voorlezen.

Uit de verzameling van deze 43 ondernemingen leest Groenveld de tien gefailleerden voor, één voor één. 'Fokker, Tulip, DAF, Ceteco...' Als hij ze alle tien heeft opgenoemd en heeft gecontroleerd, zet hij een krul.

Deze tien ondernemingen scoren inderdaad een 10. Een 10 komt erop neer dat deze tien in het onderzoeksjaar al failliet moeten zijn. Zonder uitzondering heeft Okkerse alle tien de rotte appels eruit gepikt. Weliswaar heeft hij de faillissementen achteraf voorspeld – de tien zijn tenslotte al failliet – maar niet-temin zijn de resultaten verbluffend. Zeer hoog. De uitslag verrast hem. En over dit gegeven is hij op zich weer verrast. Hij wist het toch? Hij heeft er toch altijd in geloofd? Nu zijn verwachtingen

gen zijn uitgekomen, voelt hij blijheid, opluchting, heus, maar om nou te zeggen dat hij een gat in de lucht springt? Thuis opent hij geen fles champagne. Ook neemt hij Gerry niet mee uit eten. Het eerste wat hij doet, is zijn bureaustoel nog wat strakker aanschuiven. Zo strak dat hij bijna vergeet te ademen. Hij pakt zijn studiemateriaal erbij.

Eens even kijken, wat scoorde Altman ook alweer in zijn voorspellingen van faillissementen? Altman kwam destijds niet verder dan een betrouwbaarheid van tachtig procent. Met de Z-score had je een kans van twintig procent op foute voorspellingen. Dat is veel. Als voorspeller van faillissementen kun je op twee manieren in de fout gaan en daarmee de belangen van een onderneming ernstig schaden. Je kunt ten onrechte níét waarschuwen voor een faillissement dat het jaar daarop wel degelijk plaatsvindt. Dit is een fout van de eerste soort. Ook kun je ten onrechte wél waarschuwen voor een faillissement dat het jaar daarop niet plaatsvindt. Dit is een fout van het tweede type. Hij kijkt op van zijn werk. Statistisch gezien heeft hij dus een paar schoonheidsfoutjes gemaakt, maar de betrouwbaarheid van de OK-Score blijkt hoog. Wat blijkt? De OK-Score heeft geen enkele keer niet gewaarschuwd voor een faillissement dat daadwerkelijk heeft plaatsgevonden. Alle ondernemingen die failliet gingen werden in het jaar voorafgaande en vaak al eerder met een OK-Klasse 10 benoemd. De OK-Score kent wat betreft het maken van fouten van het eerste type een betrouwbaarheid van niet minder dan honderd procent. Maar als het gaat om het maken van een voorspellingsfout van het tweede type, het ten onrechte waarschuwen voor een faillissement dat uiteindelijk niet zal voorvallen,

scoorde het model iets lager t.w. 82 procent. Daar baalt hij van. De verklaring? In één paar van 43 gevallen heeft hij een onderneming 'niet OK' genoemd door deze in klasse 10 te stoppen, terwijl de onderneming in het jaar erop niet failliet ging. Ze zullen pas in het tweede of derde jaar daarop in de problemen blijken te komen. Een schoonheidsfoutje in de procedure beschrijving voor wat betreft de typologie van de onderneming en tegelijkertijd een gigantisch perspectief als voorspellingsmechanisme.

Zo scoren bijvoorbeeld Laurus en Baan in de test al een OK-Klasse 10, het voorportaal van een faillissement, maar de supermarktketen is inderdaad dan (nog) niet failliet gegaan en Baan al evenmin. Laurus zal overigens in de directe jaren na de test wel degelijk in zwaar weer terechtkomen en wordt uiteindelijk noodgedwongen overgenomen. Ook van Baan kennen wij het resultaat.

Okkerse besluit dan ook voortaan over een onderneming met OK-Klasse 10 niet meer te zeggen dat deze failliet zal gaan, maar dat voor de onderneming in kwestie een periode van desintegratie is aangebroken, waarbij een faillissement of een andere business failure binnen één tot drie jaar tot de mogelijkheden behoort en dat hoe dan ook aandeelhouders en andere stakeholders ernstig verlies zullen lijden als het zittende management of de toezichthouders niet radicaal ingrijpen. Hij doet nog wat kleine aanpassingen aan het model, waardoor de fouten van dit tweede type afnemen en daarmee de betrouwbaarheid toeneemt van 82 naar 97 procent.

Buiten is het aardedonker. Gerry is al uren geleden naar bed gegaan. Hij ziet zichzelf in de weerspiegeling van zijn raam. Hij weet: meer kan hij niet doen. Hij schuift zijn stoel achteruit. Hij

heeft een model dat bijna perfect grote faillissementen voorspelt. Een instrument waarmee hij rampen kan voorkomen, massa-ontslagen, menselijke drama's. Dat is wat je noemt best bijzonder. Maar om nou te zeggen dat hij euforisch is? Hij voelt dankbaarheid. Hij is er. Met de steun van Gerry. Dat is het gevoel. Hij is er. Maar waar is hij precies? De vele jaren van onderzoek en afzondering zijn niet voor niets geweest – het jammerlijk afbreken van het promotieonderzoek nog daargelaten. Toch? Hij is moe noch voldaan. Maar de OK-Score is er. Daar gaat het om. Inclusief de onderbouwing en het bewijs van de werking. Zijn werk is betrouwbaar als de theorie van de atoomsplitsing. De OK-Score is klaar voor gebruik. In staat om voor elke onderneming een MRI-scan te maken en de vitaliteit te meten. Met alle voordelen van dien, om nog maar even te zwijgen van de gevaren, die onlosmakelijk kleven aan zo'n krachtig model.

OK-VOORSPELLING #5

2005 *Okkerse veegt bij Laurus de vloer aan met strategie en financiën*

2007 *Adviezen van Okkerse worden door Laurus opgevolgd*

In februari 2005 kun je in de bestuurskamer van het hoofdkantoor van Laurus een speld horen vallen. Na een ontluisterend betoog klikt Okkerse naar zijn laatste presentatiesheet. 'Conclusies en aanbevelingen. Na de fusie tussen De Boer Unigro en Vendex Food Groep in 1998 zijn bij Laurus ernstige fouten

gemaakt. Integratie van de onderdelen is met de mond bele-
den maar niet uitgevoerd. Er was geen solide backoffice, er
werden onverantwoorde overnames gedaan die de problemen
alleen maar verergerden en de commissarissen lieten niet op.' In
opdracht van de raad van bestuur heeft Okkerse zijn OK-Score
losgelaten op de jaarcijfers van Laurus. Voorafgaand aan deze
presentatie heeft hij met niemand van Laurus gepraat, hij heeft
alleen de jaarverslagen van de afgelopen zeven jaar geraad-
pleegd. Hij komt op een OK-Score van 10 voor maar liefst vier
jaren achtereen. Het is een wonder dat de onderneming nog niet
failliet is. Alleen de uitverkoop van meerdere onderdelen heeft
dit kunnen voorkomen. Maar met name de mislukte poging van
de vorige raad van bestuur om alle supermarktwinkels om te
bouwen tot Konmarvestigingen heeft diepe sporen achterge-
laten. Naast de dramatische strategische implicaties van de OK-
Score heeft de rommelpost 'Not Accounted For' zijn bijzondere
aandacht. Die loopt al jaren op. 'Het kan een signaal van fraude
zijn,' zegt hij plompverloren in de bestuurskamer. Bestuursle-
den kijken verstoord op van hun telefoontjes. Okkerse tuurt de
ruimte in. 'Hoe dan ook kloppen dingen niet. Ik mis bedragen.
Ik snap dat in het supermarktwezen sprake is van derving door
onverkoopbare voorraden, maar dat verklaart de bedragen die
ik mis niet geheel. De relatie tussen de kasontvangsten en de
derving moet nader worden onderzocht.' Hij komt tot de slot-
som: hij beveelt aan een einde aan de martelgang met Konmar
te maken en helemaal te stoppen met de formule en deze te
verkoppen. Aan tafel wordt geknikt, er worden kelen geschraapt.
Men vindt het unaniem een uitstekend verhaal. De voorzitter

dankt hem vriendelijk voor de bewezen dienst. In de jaren erop worden de Konmarwinkels inderdaad verkocht en wordt het concern geheel ontmanteld, totdat in feite alleen nog de goedlopende supermarkten van Super de Boer overblijven. In die jaren komt ook boven water dat de bedrijfsleiders van Konmar terecht moeten staan. Ze blijken jarenlang voor eigen gewin producten onder de toonbank te hebben verkocht. De missing link tussen derving en kasontvangsten. Okkerse vermoedde al zoiets.



DE WERKING

De OK-Score voorspelt aan de hand van de jaarrekening van ondernemingen grote ongelukken zoals faillissementen, maar ook gedwongen herfinancieringen. Het model werkt met een score in tien klassen, waarbij klasse 1 betekent dat de onderneming volledig gezond is. Klasse 10 wijst op naderend onheil. Hoewel het nooit de bedoeling van Okkerse is geweest om de zogeheten *credit ratings* van kredietbeoordelaars te overklassen en zich af te zetten tegen bekende namen in die wereld als Standard & Poor's, Moody's en Fitch, laat de OK-Score zich toch het best vergelijken met de bekende AAA- en BB+-ratings die deze instellingen dagelijks in grote hoeveelheden afgeven. Alleen: de OK-Score scoort veel beter dan zij. Iets wat hij overigens pas jaren na het ontstaan ervan ontdekte.

Hoe werkt de OK-Score? De OK-Score berekent twee variabelen. De ene is de welbekende solvabiliteitsratio: de verhouding tussen het eigen, het vreemde en het totale vermogen op de balans. Dit kengetal zegt iets over de mate waarin een onderneming in staat is om aan haar financiële verplichtingen te voldoen. Okkerse hanteert een praktijkgerichte, ietwat strengere aanpassing voor de berekening van de solvabiliteit dan gebruikelijk is. Een onderneming die een stevige solvabiliteit denkt te hebben van 49,1 procent kan een OK-Solvabiliteit van bijvoorbeeld 48,8 procent krijgen en daarmee duikelen naar een OK-klasse lager.

De onconventionele variabele is de OK-Ratio. Hoe het model tot de berekening van die OK-Ratio komt, is om diverse redenen geheim (redenen waar we verderop in dit boek nog uitgebreid op in gaan), maar het kengetal komt neer op de mate van rendement die een onderneming uit haar bezittingen en haar activiteiten haalt. Hoeveel energie zet de verwarmingsketel om in warmte en hoeveel zet deze om in verspilling? Is de verspilling te groot en zijn er geen mogelijkheden om de ketel beter af te stellen, dan raakt het eigen vermogen steeds verder aangetast en komt de onderneming uiteindelijk in de problemen.

Om de OK-Score op een onderneming los te kunnen laten, heeft Okkerse ten minste vijf opeenvolgende jaarrekeningen nodig. Binnen elke jaarrekening gaat het hem om de diepe relaties tussen de posten, waarvan hij er zo'n 125 heeft geïdentificeerd. Het gaat om 25 inputvelden per boekjaar, wat neerkomt op 7750 verbanden. Zowel de OK-Solvabiliteit als de OK-Ratio kent negen mogelijke uitkomsten. Uit de in totaal 81 (9×9) mogelijke

DE TIEN OK-SCORES IN PERSPECTIEF

OK-SCORE	TOELICHTING	STANDARD & POOR'S
1	Bijna perfecte zekerheid. Zeer goede ruimte voor expansie, ook met vreemd vermogen.	AAA
2	Excellente zekerheid. Goede ruimte voor expansie, ook met vreemd vermogen.	AA
3	Zeer goede zekerheid. Ruimte voor expansie, ook nog met vreemd vermogen.	A
4	Goede zekerheid. Expansie mogelijk, ook nog met vreemd vermogen.	BBB
5	Voldoende zekerheid. Alertheid geboden. Voorzichtig bij expansie met vreemd vermogen.	BB
6	Matige zekerheid, verbetering nastrevenswaardig. Expansie met vreemd vermogen niet verstandig.	B
7	Onvoldoende zekerheid, verbeteringen noodzakelijk. Expansie met vreemd vermogen sterk afgeraden.	CCC

OK-SCORE	TOELICHTING	STANDARD & POOR'S
8	Zorgelijke zekerheid, verbeteringen dringend nodig. Verdere expansie met vreemd vermogen levensgevaarlijk.	CC
9	Zorgwekkende zekerheid, substantiële verbeteringen zijn direct nodig. Expansie met vreemd vermogen niet meer mogelijk. Voorportaal van mogelijke <i>business failure</i> .	C
10	<i>Business failure</i> binnen één tot drie jaar. Fase van desoriëntatie en desintegratie. Onmiddellijk ingrijpen noodzakelijk: herkapitalisatie, <i>asset stripping</i> , gedwongen overname of turnaround. De situatie kan fataal worden: surseance van betaling of faillissement.	D

Groen: aandelen en obligaties zijn OK

Oranje: aandelen zijn OK tot en met OK-Score 6, obligaties zijn OK tot en met OK-Score 8

Rood: obligaties en aandelen zijn niet-OK

	1	2	3	4	5
1					
2					
3					
4					
5					
6					
7					
8					
9					

OK-RATIO

	OFFENSIEF	OFFENSIEF	OFFENSIEF	NEUTRA
STRATEGIEMOGELIJKHEID	9 STUKS	6 STUKS	3 STUKS	3 STUKS
	INNOVATIE	PROD. ONTW.	MARKT ONTW.	CONCEN
	VERT. INT.	HORZ. INT.	CONCENTRATIE	STRAT. A
	CONGL. DIV.	CONC. DIV.	STRAT. ALL.	TURN-A
	PROD. ONTW.	MARKT ONTW.		
	HORZ. INT.	CONCENTRATIE		
	CONC. DIV.	STRAT. ALL.		
	MARKT ONTW.			
	CONCENTRATIE			
	STRAT. ALL.			

combinaties van de OK-Solvabiliteit en de OK-Ratio wordt de uiteindelijke OK-Score bepaald. De OK-Score wordt weergegeven op een schaal van 1 tot 10. Klasse 1 staat voor vrijwel honderd procent zekerheid over de financiële gezondheid van het bedrijf. Klasse 10 staat voor een vrijwel honderd procent zekere *business failure* binnen drie jaar.

5	6	7	8	9	OK-SOLV

AL	DEFENSIEF	DEFENSIEF	EINDE OEFENING
	3 STUKS	2 STUKS	
ITRATIE	TURN-ARROUND	DESINVESTEREN	LIQUIDATIE
ALL.	DESINVESTEREN	LIQUIDATIE	
ROUND	LIQUIDATIE		

STRATEGIEËN BIJ DE DIVERSE UITKOMSTEN OP OK-RATIO EN OK-SOLVABILITEIT

Achter het eenvoudige schema met tien OK-Scores gaat een complex algoritme schuil. Om het model laagdrempelig te houden is Okkerse drie jaar bezig geweest met het sleutelen aan de inputvelden van zijn computermodel, alsmede met het kalibreren van de matrix, oftewel het terugbrengen van 81 (9x9) mogelijke uitkomsten naar tien OK-Scores. Of een onderneming

nu een OK-Score van 3 of van 7 haalt, steeds is de wisselwerking tussen de twee kernratio's van belang: de OK-Solvabiliteit en de OK-Ratio.

Neem een onderneming met een eigen vermogen van dik 49 procent, maar een slechte OK-Ratio. Deze OK-Ratio wijst op grote verspilling, maar dankzij het grote eigen vermogen heeft deze onderneming nog de middelen om iets aan die verspilling te doen. Is echter het eigen vermogen lager of negatief, dan zijn er minder mogelijkheden om aan herstel te werken. Vergelijk het met het menselijk lichaam: een jong mens kan jong zijn en sterk ogen, maar toch kanker hebben. Het Amerikaanse WorldCom, met een (gefingeerd) eigen vermogen van meer dan 49 procent, was toch ernstig ziek en ging ten onder aan fraude. Het Nederlandse Tulip Computers had ook een vermogen van 49 procent, was ziek en vroeg in 1997 uitstel van betaling aan. Wat scheelde eraan? Tulip produceerde efficiënt computers, maar voegde met deze IBM-klonen kennelijk niet genoeg waarde toe voor afnemers. Ruimte voor meer efficiency was er niet, er werd al bijna niets verspild. En dus scoorde Tulip jaar na jaar een OK-Score van 10. Tulip was als een mens die een gezonde honger lijkt te hebben en netjes 2000 calorieën per dag opneemt, maar toch 2500 calorieën per dag verbrandt en zienderogen afvalt. Al weegt die zieke persoon eerst 85 kilo, dan nog wordt hij langzaam magerder en magerder. Ergens in zijn systeem zit iets niet goed. Wil hij meer vet op de botten, dan zal hij zijn calorie-inname moeten verbeteren. Of de verbrandingsmotor moet zuiniger worden afgesteld. Er moet aan knoppen worden gedraaid. Knoppen die

Okkerse kent en die hij graag met de bedrijfsleiding van Tulip had willen delen, zo die daar al oren naar had gehad.

OK-VOORSPELLING #6

2001 *Lernout & Hauspie gaat failliet*

2001 *Okkerse deelt achteraf vier tieners en een negen uit aan
L&H*

Na een onderzoek van *The Wall Street Journal* in 2001, waaruit blijkt dat het Belgische spraaktechnologiebedrijf Lernout & Hauspie (L&H) spookbedrijven en andere boekhoudkundige trucs uithaalt met als doel de koers van het aandeel te stimuleren, keldert de koers en gaat L&H failliet. Het kalf is al verdronken als Okkerse na zijn berekeningen, op verzoek van professor Chris Lefebvre van de KU Leuven als voorbereiding op zijn presentatie voor het Institute of Fraud Auditors in Brussel, tot de conclusie komt dat wanneer hij eerder de jaarcijfers van L&H had ingevoerd in zijn model, hij dit had kunnen voorzien. Zo wordt nu bekend dat L&H dankzij de fraude in het jaar voor het faillissement nog een kapitaalverhoging wist te realiseren. Met zogeheten backtracking – achteraf bekijken of hij het vooraf had kunnen zien aankomen – constateert hij dat de slechte prestaties in combinatie met fraude in het vierde onderzoeksjaar een OK-Klasse 10 opleveren. De post 'Not Accounted For' bedraagt 35 miljoen euro. Na de frauduleuze kapitaalverhoging in het vijfde jaar verbetert de OK-Score tot een klasse 9.

Aangezien er voor dit achterafonderzoek slechts vijf boekjaren beschikbaar zijn, kan de test niet verder worden uitgebreid, en kan hij de klasse 10 voor het vierde jaar niet valideren. De casus L&H is dan ook niet opgenomen in het overzicht met door Okkerse voorspelde *business failures*.

Zomer 2001. Een eerste klant voor de OK-Score meldt zich: het goed presterende chemieconcern DSM uit Heerlen. De raad van bestuur wil zich wel eens onderwerpen aan een analyse van Willem Okkerse. De heren wrijven zich al in de handen. Dat wordt vast een OK-klasse van 1. Kan niet anders! Op 13 juni 2001 rolt, na het zorgvuldig invoeren van alle velden en alle boekjaren en met een laatste, beladen druk op de entertoets, de eerste commerciële OK-Score uit de computer. Het is een OK-klasse 2 voor DSM geworden. Hij schrijft zijn aanbevelingen en presenteert zijn rapport, wordt ondanks het ietwat teleurstellende rapportcijfertje vriendelijk bedankt voor zijn diensten en mag tot slot zijn eerste factuur voor de OK-Score versturen. Daarna valt het stil. Veel bestuurders die hij benadert, hebben geen oren naar zijn analyse. Zeker niet als ze iets voor de buitenwereld te verbergen hebben, zoals Ahold onder Cees van der Hoeven. De hooghartigheid bevreemdt hem. Het staat ver van hem af. *Real gold is never afraid of the melting pot*. Toch? Daar moet hij zich aan vasthouden.

Een bijzondere eigenschap van de OK-Score is het signaleren van verborgen fraude in de jaarrekening. Door een combinatie van een aantal van de 7750 onderlinge verbanden wordt de zogenaamde *not accounted for*-regel gepostuleerd. In samenhang met de uitein-

delijke OK-Score kan deze regel een sterke aanwijzing van fraude zijn. Al eerder, tijdens de test van de 43 anonieme bedrijfscasussen, ontdekte hij hoog oplopende rommelposten en grootschalige fraude, zoals die later ook aan het licht kwamen bij OK-analyses op verzoek van derden van inmiddels gefailleerde ondernemingen als het Italiaanse Parmalat, het Amerikaanse WorldCom en het Belgische Lernout & Hauspie. Ahold is na Landis de tweede Nederlandse onderneming die de dubieuze eer ten deel valt waarbij hij niet achteraf, maar vooraf vaststelt dat er iets niet klopt. Een groot bedrag aan activa op de balans is niet te verantwoorden. Het gaat om opgeklopte omzet, omzet die het model niet vertrouwt. Alles wat het model niet kan beredeneren, gooit het op een hoop: de grote uitzoekhoop, die Okkerse nader moet onderzoeken. Is de hoop materieel, dan gaan de alarmbellen af.

OK-VOORSPELLING #7

2002 *Okkerse waarschuwt op tv voor Ahold*

2003 *Boekhoudfraude Ahold wordt bekend en koers verschrompelt*

Al in 2000 schrijft Okkerse in een internetcolumn dat hij de fondsen Ahold, Bührmann en Numico uit zijn modelportefeuille gaat verwijderen. Waarom? Ze zijn bij een koers van respectievelijk 34 euro, 36 euro en 29,50 euro te riskant geworden. De koersen liggen op dat moment gemiddeld negen keer zo hoog als de dagprijzen tien jaar later zullen liggen. Zijn kritiek in 2000: agres-

sieve overnamestrategieën en te weinig eigen vermogen. Na de halfjaarcijfers in de zomer van 2000 en na nieuwe berekeningen van Okkerse zakt Ahold naar OK-klasse 6, en hij doet het aandeel virtueel in de ban. Tenslotte belegt hij zelf niet, om belangenverstrengeling te voorkomen en omdat hij er simpelweg geen geld voor heeft. Aan de koers van het aandeel verandert dan nog weinig. Niemand neemt de waarschuwingen serieus.

Anderhalf jaar later, op 10 februari 2002, is Okkerse uitgenodigd in het tv-programma *Business Class* van Harry Mens. Harry Mens staat niet hoog aangeschreven in de financiële wereld, maar in zijn zoektocht naar aandacht voor de OK-Score heeft Okkerse niet veel keuze. Landelijke dagbladen als *Het Financieele Dagblad*, *NRC* en *Trouw* schrijven een stukje over hem, en namens de EO brengt journalist Thijs van de Brink hem een bezoekje, maar daarna houdt het op. Terwijl het nu pas begint. Elke voorspelling die hij doet en waar hij richtbaarheid aan zou willen geven, wordt niet door de media opgepikt. Dat is dodelijk voor zijn ontwikkeling. Alleen beleggingsgoeroe Rienk Kamer biedt hem soms een podium, op het drukbezochte Rienk Kamer Congres, maar die staat in veel kringen niet hoog aangeschreven.

Harry Mens maakt ook veel lawaai – een buitenstaander die een andere buitenstaander wel wil helpen. Maar of een optreden in diens tv-programma bijdraagt aan zijn geloofwaardigheid? Okkerse heeft geen keuze. Hij heeft ook geen geld voor betaalde pr. Kamer en Mens hoeft hij niet te betalen, ze zien hem als een welkome opvulling van hun programma. In *Business Class* waarschuwt Okkerse beleggers opnieuw voor Ahold.

Ook in de *Haagsche Courant* mag hij die week uitleggen dat hij met de OK-Score over de boekjaren 2000 en 2001 een veront-rustend toenemende post *not accounted for* heeft gesignaleerd. Hij mist grote bedragen. In elke boekhouding van een multi-national ontbreken wel een aantal miljoenen euro's. Dat is niet erg, zelfs niet als het gaat om enkele tientallen miljoenen. Die vallen in het niet bij de tientallen miljarden van de balanstota-len. Maar bij Ahold is de rommelpost opgelopen tot 436 miljoen euro in 2000 en 578 miljoen euro in 2001. Opgeteld is meer dan een miljard euro zoek. Hij denkt aan fraude, maar rept er met geen woord over. Dan heeft hij dezelfde dag nog een advocaat op zijn dak en klagen ze hem aan voor laster. Wel windt hij er geen doekjes om dat Ahold over de jaren 2000 en 2001 een OK-Score van 10 heeft. Ook in 2002 bevindt Ahold zich in OK-klasse 10. Het zegt de mensen niks. Op dat moment is nog altijd niet de omvangrijke fraude met de sideletters bekend. Als een jaar later, in februari 2003, de zaak naar buiten komt, zakt de koers in korte tijd van 35 naar 3,5 euro. Veel kleine beleggers zien hun appeltje voor de dorst verschrompelen. Pas dan, na onderzoek door de autoriteiten en het OM, blijkt het gefraudeerde bedrag exact te kloppen met de voorspelling van Okkerse. Tot op het miljoen. Geen analist of commentator schenkt er aandacht aan. Zijn voorspelling komt hem niet op applaus te staan. Als hij er zelf eens voorzichtig in zijn eigen column aan herinnert, roept dat slechts argwaan of zelfs hoon op. Waar baseerde hij die voorspelling dan op? Was het niet gemakkelijk om iets te roepen over bedragen die zoek waren? Kon niet iedereen de ellende van Ahold zien aankomen? Om van de twijfels over de

tijdigheid en waarachtigheid van zijn voorspellingen af te zijn besluit hij voortaan elke voorspelling onder onafhankelijk toezicht uit te voeren en de uitkomsten van elke OK-analyse bij een accountant te deponeren.

Najaar 2001. Terwijl hij steeds meer cijfers van ondernemingen invoert in de OK-Score, als een vuilnisman die de huizen afgaait, de straten afspeurt naar meer, meer, als hij zakken tegelijk de maalmachine in gooit en terug bij de stort kijkt naar de ongelofelijke, soms schrikbarende resultaten die eruit rollen, stokt soms even zijn adem. Het dringt dan weer tot hem door dat hij iets doet wat tot dan toe voor onmogelijk werd gehouden. Het ondenkbare, hij durft het nauwelijks te denken, maar... voor bepaalde doelgroepen moet wat hij in handen houdt toch de heilige graal zijn. Als bestuurders van ondernemingen niets van een OK-analyse willen weten, zullen banken en beleggers vast wel interesse hebben. Met de OK-Score kun je het kaf van het koren scheiden. Met de OK-Score is het voor het eerst in de wereld van het investeren mogelijk te beleggen met een hoger rendement tegen een lager risico. Wie wil dat niet? De OK-Score – de steen der wijzen. Maar zoiets bestaat toch niet? Zijn ontdekking verwijst decennia van beleggingstheorieën naar de prullenmand. Zo stelde in de jaren vijftig Nobelprijswinnaar Harry Markowitz dat beleggen met een hoger rendement tegen een lager risico alleen mogelijk is als je je geld spreidt over diverse effecten. In beleggersjargon: als je diversifieert. Verdeel het te beleggen vermogen over diverse soorten beleg-

gingen, zo adviseerde Markowitz, bijvoorbeeld over aandelen én obligaties. Als dan de ene belegging in waarde daalt, kan de andere stabiel blijven of zelfs in waarde stijgen. Zo compenseer je tegenvallers met meevallers. Voor zijn theorie kreeg Markowitz pas in 1990 de Nobelprijs, maar zijn gedachtegoed geldt voor velen in de beleggingswereld nog altijd als de Bijbel. Velen zweren bij het adagium 'spreiden is risico mijden'. Op lange termijn, zo denkt men, kun je de beurs toch niet verslaan. Bij het samenstellen van de portefeuille volgen ze slaafs een index als de AEX, die van zichzelf al een zekere spreiding kent. Dan lopen ze in elk geval geen groot risico.

Lijnrecht tegenover het heilige huisje van Markowitz staat nu de OK-Score. Niet spreiden, maar juist concentreren, is het adagium. Als je de slechte aandelen uit je portefeuille haalt, is het wel degelijk mogelijk een hoger rendement tegen een lager risico te maken. Een onderzoek van dr. Christian Walkshäusl van de universiteit van Regensburg uit 2013 bevestigt dat het zelfs mogelijk moet zijn een drie keer zo hoog rendement dan de index te behalen. Dit is groot nieuws. Hier moeten de banken iets mee. En anders wel toezichthouders, de overheid? Oud-premier Dries van Agt, die Okkerse als CFO van Green Cross, de milieuorganisatie van Gorbatsjov, heeft leren kennen, luistert met belangstelling naar zijn verhaal. Hij belooft hem een aanbeveling te schrijven aan zijn oud-collega op financiën Onno Ruding, die tegenwoordig bankier is en bij ABN AMRO commissaris is. Van Agt doet in zijn brief aan Ruding, waarvan hij een door-drukje aan Okkerse zendt, uit de doeken dat er 'een bijzonder systeem' is ontwikkeld dat 'nut kan hebben voor banken'. Hij zou



het 'zeer op prijs stellen' als Ruding de bedenker ervan eens zou ontvangen en hem wil aanhoren. Van Agt is niet de buurman om de hoek die iets naar Ruding roept, hij is de ex-baas van Ruding, die hem op onontkoombare wijze iets aanbeveelt. Maar er volgt geen reactie. Wel wil iemand van het ministerie van Financiën Okkerse even aanhoren. Aan een hoge ambtenaar onder secretaris-generaal Jenny Thunnissen van de belastingdienst legt hij uit dat hij heel goed nieuws heeft. Vanaf nu kan de belastingdienst ruim van tevoren precies zien welke ondernemingen failliet gaan. Dat is interessant, want dan kunnen ze anderhalf jaar van tevoren al beslag laten leggen. Maar in plaats van interesse bij de man te wekken lijkt het verhaal hem niet te boeien. Hij is achteruit gedeinsd, leunt achterover in zijn stoel, vouwt zijn handen tot een torenspits, waarachter hij zich kan verbergen. Hij is ergens bang voor. Hij lijkt de uiteenzetting niet te snappen; het kan niet mogelijk zijn wat hij beweert. Maar dat zegt hij niet. Hij zegt niet dat hij hem niet gelooft, niet vertrouwt. Hij wil weten of het voor alle bedrijven werkt. Nee, niet voor financiële instellingen. Dan staat hij ineens op en begeleidt Okkerse haastig naar de deur. De man maakt nog een verontschuldigend gebaar. Ziet u, wij zijn de overheid. We zijn er nu eenmaal voor iedereen. Gelijke monniken, gelijke kappen. We kunnen geen uitzonderingen maken. Bij de staat is voor de OK-Score geen rol weggelegd.

2003. In een reeks pogingen om erkenning te vinden voor zijn uitvinding, bezoekt Okkerse onder meer De Nederlandsche Bank, waar hij spreekt met directeur Marius Nieuwkerk. De professor

hoort hem aan, doet hem dan vriendelijk uitgeleide. Okkerse verneemt nooit meer iets van DNB. Hij houdt presentaties, deelt met iedereen die hem maar wil ontvangen zijn cijfers en grafieken en inzichten. Ook bezoekt hij de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Hoofdanalist Jaap Koelewijn ontvangt hem met een haastige kop koffie. Is de OK-Score misschien iets voor de AFM? Is handig hoor, dan hoef je alleen nog maar de rotte appels tussen de beleggingsinstellingen eruit te pikken. Koelewijns blik verandert. Van welwillend naar plots koud en agressief. Hij doet Okkerse uitgeleide, en laat in scherpe bewoordingen weten niet in de OK-Score te geloven. Het is volgens hem onmogelijk goede ondernemingen van slechte te scheiden. Kort erop, tijdens een congres op Beursplein 5, waar beide heren een spreekbeurt houden, spreekt Koelewijn op smalende toon over Okkerse. Okkerse moet dan nog aan zijn lezing beginnen. In zijn column in het *FD* ten slotte ridiculiseert Koelewijn de pretenties van de OK-Score. Okkerse is volgens hem 'de Jomanda van de financiële wereld'. Woorden van een wetenschapper, die geen onderzoek wil doen naar de validiteit van de OK-Score. Tegen vooringenomenheid lijkt geen kruid gewassen.

Okkerse schrijft een brief naar de Nederlandse beroepsorganisatie van registeraccountants, het Nivra, inmiddels de NBA. Wellicht kunnen accountants hun voordeel doen met de OK-Score? Hij krijgt geen antwoord. Hij belt erachteraan, maar via een secretaresse laten ze weten geen interesse te hebben. Hij schrijft brieven naar kredietbeoordelaars als Standard & Poor's en Moody's. Is de OK-Score misschien iets voor hen? Hij bezoekt banken en pensioenfondsen. Ze zien er niks in. Ze hebben al tientallen ana-

listen in dienst. Waarom zou hij meer weten dan zij bij elkaar? Wat zit er in dat model van hem dat het zo speciaal maakt? Dat weigert hij hun uit te leggen. De kracht van de OK-Score spreekt toch voor zichzelf? De paar gesprekken waarvoor hij wel wordt uitgenodigd, duren steeds korter. Niemand is geïnteresseerd. Ja, toch. Er is enige belangstelling. Hij krijgt soms telefoontjes. 'Willem Okkerse? Dé Willem Okkerse? Goed dat ik je tref. Ik weet wat leuke onderneminkjes. Jij en ik gaan short! Dus eh... hallo? Ben je er nog?!'

Het Nederlandse establishment ziet niets in de vinding. Wie is die Okkerse dan wel? Een logistiek consultant uit Rijswijk. Oh. Geen bankiersopleiding gevolgd. Komt niet uit de bankenwereld. Heeft ook geen accountantsopleiding gevolgd. Woont niet in Amsterdam, maar in België. Heeft MBA achter zijn naam staan, oké. Een bedrijfskundige. In het bedrijfsleven nemen ze hem als bedrijfskundige serieus. Maar in het bedrijfsleven moet hij na een OK-analyse vaak aan bestuurders vertellen dat ze er niks van kunnen en de verkeerde beslissingen nemen. Ook daar zien ze hem liever gaan dan komen. Het is maar beter hem dood te zwijgen. Het is hoe dan ook niet te geloven dat de OK-Score doet wat hij doet. Iedereen die wil, mag de werking met eigen ogen aanschouwen. De geheimzinnigheid die hij moet betrachten omdat hij het algoritme niet wil prijsgeven, doet het ijs echter niet ontdooien, maar doet het water verder dichtvriezen.

Terwijl de OK-Score in Nederland wordt genegeerd, wordt Okkerse in zijn thuisland België wel degelijk in de gaten gehouden. Nadat hij supermarktketen Delhaize een lage OK-Score heeft gegeven en in dagblad *De Tijd* heeft laten optekenen dat ze het dividend

zouden moeten halveren, dondert de koers van het aandeel Delhaize in een dag in elkaar. De communicatiebaas van Delhaize is woest, schreeuwt door de telefoon en dreigt hem voor de rechter te slepen voor laster; intussen volgt de onderneming wel het advies op en halveert het dividend. Het is hem duidelijk dat de OK-Score niet de populariteitsprijs zal opleveren. Wat zei Schopenhauer ook alweer? Eerst maken ze je belachelijk, dan halen ze je onderuit – en ten slotte nemen ze je idee over. Zo probeert hij het maar te zien.

2003. Een partij die wel wat in de OK-Score ziet, is een partij uit de wereld van het happige geld: de beleggingswereld. De kleine vermogensbeheerder First Capital uit Wassenaar zou wel een fonds willen oprichten dat nu eens niet vertrouwt op de oude overtuigingen van Markowitz en gespreid belegt, maar dat voor het eerst is samengesteld op basis van de resultaten van de OK-Score en alleen belegt in fondsen die uitstekend presteren. Okkerse, moe van alle weerstand bij overheden en andere niet-commerciële partijen, heeft er wel oren naar. Bovendien heeft hij een nieuwe ontdekking gedaan. Hij heeft onlangs voor het eerst de gehele AEX ingevoerd, de 25 grootste beursgenoteerde ondernemingen van Nederland. Hij voelde aan dat de OK-Score nog niet al zijn geheimen had prijsgegeven. De OK-Score kan méér dan alleen individuele ondernemingen doorlichten. Hij vermoedde een relatie tussen enerzijds de OK-Scores van de 25 AEX-ondernemingen samen en anderzijds de AEX-index. Hij zette de resultaten van de twee bij elkaar in één grafiek. Wat blijkt? De twee grafieken volgden precies hetzelfde patroon! Toen hij het

laatst aan Gerry liet zien, die ook statistiek heeft gehad tijdens haar studie, zag ze het meteen. Ze riep dat dit een 'perfecte correlatie' was. Alleen... liepen de OK-Scores anderhalf jaar voor op de beurs. Verbijsterd keek ze hem aan. 'Je loopt anderhalf jaar vooruit op de AEX-index!' 'Eh, ja, lieverd.' 'Maar Willem...' 'Hier ben ik mee bezig geweest... Het is een correlatie tussen...' 'Dat zie ik. Maar... hoe kán dit? Wat kunnen we hier dan mee?' 'Tja.' Dat wist hij ook niet zo goed. Hij heeft het maar eens de wereld in gegoooid. Kijken hoe mensen reageren. Op een congres van beleggingsgoeroe Rienk Kamer in november 2001 deed hij al eens de voorspelling dat in april 2003 de AEX op 268,86 zou staan. Anderhalf jaar later, op 3 april 2003, sloot de AEX af op 268,89. Het leidde niet tot enige rimpeling in de media. Alleen vermogensbeheerder First Capital toont zich onder de indruk.

Nadat First Capital het model samen met accountants heeft mogen onderzoeken en testen, besluiten ze tegen een vergoeding de gegevens van de OK-Score te gebruiken bij de invulling van een nieuw beleggingsfonds. AEX-bedrijven die in de eerste zes OK-klassen vallen, worden opgenomen, bedrijven in de OK-klassen 7 tot en met 10 komen er niet in. Financials blijven buiten beschouwing. Het fonds gaat op 1 juni 2003 van start en vraagt van deelnemers een minimale inleg van 2500 euro. First Capital maakt niet bekend welke bedrijven het opneemt. Vooruit, alleen Koninklijke Olie is zeker van een plaatsje. De resultaten zijn van meet af aan verbluffend, maar First Financial weet jammer genoeg niet veel klanten te interesseren. Precies twee jaar later, in 2005, stopt Okkerse als leverancier van zijn prognoses aan het OK Aandelenfonds van First Capital. Volgens hem is

het fonds te duur in de markt gezet; First Capital heeft slechts een miljoen euro opgehaald. Wel is het een leerzame periode geweest. In de twee jaar van het bestaan van het OK Aandelenfonds vielen maar liefst vijftien van 25 AEX-fondsen buiten de boot. De slechtste OK-Scores in die tijd waren voor Unilever, die rond een 8 schommelde, een rapportcijfer dat staat voor 'zorgelijke zekerheid'. Wolters Kluwer scoorde zelfs een 9, met als kwalificatie 'zorgwekkende zekerheid'. Negen van de 25 AEX fondsen haalden een voldoende. Onder meer Akzo, DSM, Heineken, KPN, Philips en Shell vormden een deel van voorkeursselectie waarmee het fonds in twee jaar tijd een rendement haalde van 34 procent, 7 procentpunt hoger dan de AEX-index.

In 2005 wordt met vermogensbeheerder Today's Beheer in Amsterdam een nieuwe overeenkomst gesloten. Opnieuw worden zowel de rendementen van de AEX als die van de concurrentie vermorzeld. Maar weer loopt het niet storm. Na de overname van de portefeuille in 2013 door Het Effectenhuis Commissionairs in Amsterdam wordt de AEX-portefeuille beëindigd en geïntegreerd in het OK Wereld Fonds. In de periode van 2003 tot en met eind 2013 kent deze portefeuille een rendement van 245 procent. Ter vergelijking: de AEX, inclusief dividendrendement, steeg in diezelfde periode met 71,8 procent. Volgens de aanhangers van Markowitz zou het beter zijn geweest de portefeuille te spreiden over alle 25 aandelen van de AEX. Dat zou minder risico opleveren dan de selectie van de OK-Score, die overigens bestond uit minimaal acht, en maximaal twintig AEX-fondsen. De OK-Score lijkt beter te werken dan het opgooien van een muntstuk of het gooien van een pijltje op een dartboard. Voor het eerst in de

geschiedenis blijkt het mogelijk te zijn om met een aanzienlijk lager risico dan de index én met minder spreiding toch een ruim drie keer zo hoog rendement te scoren.

OK-VOORSPELLING #8

2001 *Nederlandse nv's volgen het slechte voorbeeld van Enron*

Enron was een Amerikaans energiebedrijf dat zich in de jaren negentig van de vorige eeuw ging toeleggen op branchevreemde activiteiten als water, telecommunicatie, metaal, chemie, internet, verzekeringen en vele andere producten. Tot het jaar 2001 wist het conglomeraat met hulp van duizenden dochterondernemingen en schimmige constructies jaarlijks miljarden aan belasting te ontduiken, en hield het onder meer een verlies van twintig miljard dollar uit de boeken. In december 2001 ging de energiereus failliet en stonden 21.000 werknemers op straat. Managers bleken miljoenen in hun zak te hebben gestopt en terwijl overduidelijk was dat er van de boekhouding niets klopte, had accountant Arthur Andersen niet alleen goedkeurende verklaringen voor elke jaarrekening van Enron afgegeven, maar ook bewijsmateriaal vernietigd. Hadden we dit kunnen voorzien? Ja, denkt Okkerse. Met de OK-Score.

Op 31 januari 2002 belt financieel journalist Bruno de Haas van *Het Financieele Dagblad* aan bij het kantoor van Okkerse op een bedrijventerrein in de Plaspolder in Rijswijk. Hij wil wel eens

met eigen ogen zien wat de OK-Score vermag. Achter de computer van Okkerse voert hij de door Arthur Andersen goedgekeurde jaarcijfers van Enron van de jaren 1995 tot en met 2000 in. Okkerse ziet toe. Elk miljoen moet correct worden ingevoerd. 'We missen nog zestien miljoen. Oh kijk, dat is het valutaverlies.' Na twee uur zijn ze klaar. Dan laat hij het model draaien. Pats. Rode regels lichten op. De cijfers liegen er niet om. Al aan het begin van 1998 hadden beleggers kunnen zien dat een bankroet nabij was en dat ze hun aandelen als een haas moesten verkopen. Kennelijk was het toch niet gelukt alle rommel te verstoppen bij de dochterondernemingen van Enron. Aan welke posten had de OK-Score dit kunnen zien? In het oog springen de door Enron opgevoerde kosten. 'Die groeiden sneller dan de omzet. Al in 1997 leed Enron verlies, hoewel men nog officieel winst maakte.' Ook valt op dat de financieringslasten eerst snel stegen en toen plotseling daalden. 'Ze haalden een deel van de rentelasten uit de balans, lieten de rentebaten staan en konden zo een papieren winst presenteren. Ook de vermogenspositie was kwetsbaar – een solvabiliteit van tussen de twintig en dertig procent, een giller voor een energieproducent, Shell zit boven de vijftig. En dan ook nog grote overnames doen. Dat is vragen om moeilijkheden.' Amerika, het land van de onbegrensde mogelijkheden? zo vraagt De Haas zich hardop af. De ver-van-ons-bed-show? Okkerse waarschuwt. Op dat moment moet de Aholdfraude nog bekend worden. 'In Nederland gebeurt dit ook. *As we speak*. Bij KPN, Getronics, Wolters Kluwer, Unilever, Ahold. Ja, óók bij beurslieveling Ahold. Na de halfjaarcijfers van 2000 heb ik die uit de OK-portefeuille gehaald.' Maar er zijn veel

meer fondsen die de OK-toets niet doorstaan. Slechts negen van de 25 AEX-fondsen halen in 2002 een OK-Score van 6 of beter. Van 1997 tot 2000 verslechtert de gemiddelde OK-Score van 4,1 naar 6,2. Hij drukt De Haas op het hart: 'Ook in Nederland wordt de gezondheid van ondernemingen uitgehold.'

2006. Verbazingwekkende beleggingsresultaten, elk jaar opnieuw. Maar in feite papieren winsten bij gebrek aan geldelijke inleg in zijn beleggingsfonds. Het is ketelmuziek. Er zit niets anders op dan doorgaan met tamboereren. Tussen de beslommeringen door, op 5 maart 2007, voorspelt de OK-Score de kredietcrisis van 2008. Okkerse schrijft erover op zijn blog, informeert journalist Frits Conijn van het FD. Er is geen haan die ernaar kraait. Een grote crisis voorspellen? Er zijn zoveel zelfbenoemde profeten die voorspellingen doen. Het model mag zich voegen in een bestaan in de marge van de beleggingswereld.

De OK-Score is nooit bedoeld als een beleggingsinstrument. Het is nooit de bedoeling geweest dat mensen er rijk van zouden worden. Het ging de bedenker om zijn fascinatie voor de geldstromen in een onderneming, als het ware het lezen van de bloedstromen van een lichaam, het verlangen naar een kristalhelder cijfer dat in troebele tijden helderheid schept en onzichtbare, diepliggende problemen naar de oppervlakte haalt en deze tot in de kern doorgrondt en daar zelfs oplossingen voor biedt. In eerste instantie is de OK-Score een analyse-instrument, een methode om kredietwaardigheid te meten op een andere,

betere manier dan kredietbeoordelaars als Standard & Poor's, Moody's en Fitch dat doen. Een methode bovendien die vroegtijdig faillissementen en fraude detecteert. Een instrument waar behoefte aan zou kunnen zijn. Een gevoel dat wordt bevestigd door Evert-Jan Lammers, ex-partner bij KPMG en executive Professor aan de Antwerp School of Management. Lammers volgt de OK-Score al langer en is langzaam gefascineerd geraakt door de rake voorspellingen. Uit eigener beweging test hij in 2012 alle door Okkerse gemaakte ratings. Het gaat om credit scores van enkele honderden beursgenoteerde bedrijven in Europa en in de VS. Lammers concludeert dat Okkerse het met zijn ratings vrijwel altijd bij het rechte eind heeft. Hij mist maar minder dan 2% van de *business failures* daar waar een kredietbeoordelaar zoals Standard & Poor's 63% mist. Als het fout gaat, concludeert Lammers, dan ziet Okkerse het. Een bemoedigend geluid.

2009. Negen jaar na de geboorte van de OK-Score, en twee mislukte avonturen met vermogensbeheerders verder, verschijnt er een derde partij uit de beleggingswereld ten tonele. Nu zijn de rollen omgedraaid. Deze keer moeten de twee partners van een Amsterdamse vermogensbeheerder Okkerse ervan overtuigen om zijn scores te leveren. Ron Boer en Wander Groot, de latere oprichters van Het Effectenhuis Commissionairs, werken op dat moment nog bij een andere beleggingsonderneming. Het valt niet mee om Okkerse te interesseren voor opnieuw een onzeker avontuur. Al helemaal niet een avontuur in de wereld van obligaties, waar Boer en Groot juist zo in thuis zijn. Okkerse vindt dat OK-Scores alleen toegepast moeten worden op de selectie van

aandelen. Maar de beleggingsonderneming waar Boer en Groot werken, is behalve vermogensbeheerder en beleggingsadviseur ook commissionair in effecten; een commissionair bemiddelt tussen kopers en verkopers van effecten. Er zijn nog drie handelaren actief die voor professionele partijen in obligaties handelen, soms met tientallen miljoenen euro's tegelijk. Doordat ze met zijn allen aan een grote desk zitten, horen ze van elkaar wat er zich in de markt afspeelt. De informatie die vanuit het professionele kanaal binnenkomt, kan soms ook worden gebruikt voor de advisering aan hun particuliere relaties. Boer en Groot zien dan ook mogelijkheden om met de OK-Score de bokken van de schapen te scheiden. Okkerse vindt het niks, maar Boer houdt vol. Een belegger in obligaties, zo redeneert hij, heeft meer te verliezen dan een belegger in aandelen. Een aandelenbelegger gaat veel meer voor de koerswinst, een obligatiebelegger is van nature behoudender en kiest voor de zekerheid van het inkomen. Als Okkerse kan garanderen dat de onderliggende bedrijven waarvan zij de obligaties willen kopen betrouwbaar zijn, hebben Boer en Groot een perfect instrument in handen, een soort keurmerk voor obligaties. Maar hij wil er niet aan. Het moet en zal een aandelenfonds worden. Er volgen drie maanden van getouwtrek voordat Okkerse overstag gaat.

De eerste kandidaat waar hij de OK-Score op loslaat, is meteen een voltreffer. Via een contact uit zijn tijd als professionele handelaar krijgt Groot een vraag over obligaties Safilo. De investeerder zoekt minimaal drie miljoen euro in een lening van Safilo, maar hij is niet in staat om die positie te bemachtigen. Kan Groot eens bij de handelaren polsen of zij drie miljoen voor hem uit

de markt kunnen halen? Groot kent de investeerder als een zeer behoudend iemand, iemand die zelf goed zijn huiswerk maakt. Met de wetenschap dat deze man niet over één nacht ijs gaat, is zijn interesse gewekt. Safilo lijkt het ideale proefkonijn om eens door Okkerse te laten testen. Safilo is een exclusieve Italiaanse zonnebrillenfabrikant (van onder meer Gucci, Armani, Carrera en Valentino) en staat aan de rand van de afgrond. Het concern gaat gebukt onder forse schulden en is op zoek naar een nieuwe investeerder. De Nederlandse investeerder HAL Trust, het beleggingsvehikel van de Rotterdamse familie Van der Vorm, heeft zich al gemeld. Ze bezitten al een belang van twee procent in Safilo. Hal gaat rigoureus te werk. HAL neemt een groot minderheidsbelang dat ergens tussen de 240 miljoen en 330 miljoen euro ligt, koopt obligaties terug en committeert zich voor een claimemissie die bij uitoefening het eigen vermogen nog eens met 250 miljoen euro zal versterken. De balans kantelt hierdoor in positieve zin en de onderneming is niet langer in gevaar. Dit wordt bevestigd door het eerste oordeel dat Okkerse afgeeft: 'Ha Ron, Normaaliter doen wij uitspraken als wij vijf boekjaren hebben. Wij hebben er nu drie. Desalniettemin zijn wij van mening dat HAL het zeer goed gezien heeft. 2007: OK-Score klasse 2. 2008: OK-Score klasse 2. 2009: OK-Score klasse 3. [...] De geboden rente is derhalve een zeer interessante propositie en valt met de OK-Score klasse 3 zeer royaal binnen de groep van investables, getekend, W.D. Okkerse MBA, CEO OK-Score Institute.'

Het oordeel van Okkerse is voor Boer en Groot voldoende om de obligaties onder klanten aan te bevelen. De markt volgt echter slaafs het oordeel van de grote kredietbeoordelaars en schat het

risico navenant in. Hoewel de reorganisatie van Safilo publiekelijk bekend is, handhaven de ratingbureaus hun negatieve oordeel. Het zal nog twee jaar duren voordat ze dit positief bijstellen. Boer en Groot volgen het advies van Okkerse op en zien intussen hun kans schoon. Nadat de order van drie miljoen euro is afgewikkeld, kopen zij voor hun klanten nog eens voor meer dan een miljoen euro aan Safilo-obligaties. Het effectieve rendement van de belegging komt uit op jaarlijks 10,15 procent voor een looptijd van drieënhalf jaar. Bijzonder hoog, ondanks de gestegen rente als gevolg van de kredietcrisis, die zich op dat moment in zijn volle hevigheid openbaart.

INTERMEZZO

‘WILLEM LÚISTERT NAAR ZIJN MODEL. DAT ONDERSCHIEDT HEM VAN DE ANDEREN’

Evert Jan Lammers is registeraccountant en executive professor Forensic Auditing aan de Universiteit Antwerpen. Hij was voorzitter van KPMG Forensic in België, werkte als accountant voor banken en multinationals en is nu partner bij EBBEN, waar hij zich bezighoudt met integriteit, fraude en het signaleren van *business failures*. Hij onderzocht de OK-Score intensief en behoort tot een groep kritische vertrouwelingen rond Willem Okkerse. Sinds 2006 archiveert hij elke nieuwe OK-Score die door Okkerse wordt afgegeven.

‘Bij het verhaal van Willem en de OK-Score moet ik soms denken aan de film *Night at the Museum*. Een eeuwenoude vloek wekt elke nacht de bewoners van een museum, Romeinse soldaten en Maya’s breken uit – maar als langzaam de camera stijgt, zien we dat ze nauwelijks boven het gras uitstijgen en horen we ze niet meer. Wat zijn al die stoere mannen eigenlijk klein! Als je weet met wie Willem allemaal aan tafel zat om zijn OK-Score onder de aandacht te brengen, maakt dat indruk. Maar wat zijn ze stil. Dat is triest. Na bijna twintig jaar ontwikkelingswerk wordt hij niet gehoord. Het is angst. Uitsluiting van wat nieuw is. Het syndroom van *not invented here*. Ook zijn koppige karakter heeft niet altijd meegeholpen bij de acceptatie. Veel kwaad deed de wijze waarop beleggingsgoeroe en hoofd onderzoek van de AFM Jaap Koelewijn hem publiekelijk afserveerde in een column in *Het Financieele Dagblad*. Ontdaan van de nare persoonlijke aanval op Willem kwam de kritiek erop neer dat niemand de index kon verslaan. Het irriteerde hem als gearriveerde wetenschapper waarschijnlijk dat een onbekende buitenstaander (met een lagere academische graad) even decennia aan beleggingstheorie naar de prullenbak verwees. Dat kon natuurlijk niet waar zijn. Strikt wetenschappelijk gezien had hij nog een punt ook, want we moeten Okkerse niet vergelijken met Markowitz. Markowitz bekeek een grote verzameling fondsen en concludeerde dat spreiding de beste strategie is. Willem neemt met zijn model een selectie uit die verzameling en verslaat daarmee de index. Logisch, elk model is beter dan niks. Maar met een model krijg je het establishment niet in beweging. Ook ik hoorde hem eerst eens aan.

Hij vertelde me over zijn rake voorspellingen en ik nodigde hem uit om te spreken op het jaarcongres van het Institute of Fraud Auditors in Brussel in 2006. Het wederzijdse vertrouwen groeide. Ik begeleidde hem eens bij een test die een Big 4-accountantsorganisatie met de OK-Score wilde doen. Heeft Willem je daarover verteld? Nee zeker. Als je hem op de kast wilt hebben, moet je daarover beginnen. Na bijna tien jaar doet dat nog pijn. Op zijn verzoek leverden ze tien anonieme casussen aan. Een deel van die zaken was rot, en Willem moest ze aanwijzen. Ze maakten nog de afspraak dat die organisatie van de cijfers af zou afblijven, ze zouden er niet mee rommelen. Daar tekenden ze zelfs voor. Vervolgens keek hij er met de OK-Score naar. Hij pikte alle vijf de rotte appels er feilloos uit, maar met één was iets vreemds aan de hand. Wat bleek? Hadden ze toch lopen knoeien met een case. Even kijken of hij het zou zien. Nou, hij zag het. Hij was er razend over. Een bestuurder bralde door de kamer. "Hebben we je gek hè!" Willem heeft er nog slapeloze nachten van. We bezochten samen de meeste grote banken en beleggingsfondsen. Wanneer is dit voorbij? Dat straalden ze uit. Niet omdat ze zijn vinding niet serieus namen, maar omdat ze zich geconfronteerd zagen met de *inconvenient truth*. Het enige dat ze konden doen, was hem ridiculiseren en klein houden.

De testresultaten van die grote accountantsorganisatie verdwenen in een la, maar inmiddels is er een kentering. Sinds een jaar of drie komen dingen los. Alle partijen in de markt hebben problemen. Pensioenfondsen boeken slechte resultaten, bankanalisten en kredietbeoordelaars falen in hun voorspellingen, accountants

functioneren niet. Kortom, het hele systeem faalt. Dat falen deed men eerst nog af als een bestuurlijk probleem; geen onafhankelijkheid, te hoge beloningen voor bestuurders en zo. Maar langzaam begint men in te zien dat het ook een gebrek aan kwaliteit is. We mopperen met zijn allen wel op accountants, maar met wat hun aan middelen ter beschikking staat, kunnen ze het niet beter doen dan nu. Op hen neemt de druk toe. Ze moeten bewegen, ondernemerschap tonen. En dus mogen we ineens weer met die grote accountantsorganisaties praten. De weg is nog lang. We zijn een van de velen die langskomen en een kunstje komen laten zien. Maar we praten weer.'

'Als we weer eens praten met geïnteresseerden, weten we nu beter hun aandacht vast te houden. Meer dan voorheen is Willem *to the point* en zakelijk, maar inzage in zijn model geeft hij nog altijd niet. Mij ook niet. Ik heb de resultaten van het model persoonlijk onderzocht. Mijn vertrouwen daarin moet je als volgt zien. Ik weet nu waaróm het werkt, maar nog altijd probeer ik het hóé te begrijpen. Ik heb als het ware rondgelopen in het huis, keek er met plezier in rond en ik ben er nog steeds van onder de indruk, maar de eigenaar houdt een aantal deuren op slot. Dat maakt het nog geen spookhuis, je kunt er uitstekend wonen. Hoe verklaar ik de voorspellende kracht van het model? Hoe is het mogelijk dat de OK-Score een betrouwbaarheid van 98 procent scoort, waar een wetenschapper als Altman met zijn Z-score niet verder kwam dan tachtig procent? Ik denk dat Willem om te beginnen meer geduld heeft dan veel wetenschappers. Een wetenschapper poneert een stelling en

probeert die te bewijzen. Als dat na twaalf maanden nog niet tot interessante en betrouwbare resultaten heeft geleid, stopt die wetenschapper ermee. Maar Willem niet. Voor hem hoefde iets niet meteen te kloppen, hij heeft het langzaam ontwikkeld tot het model van vandaag. Dat is typisch de instelling van de adviseur die hij is. De praktijkman. Bovendien is hij geobserveerd door foute veronderstellingen over ondernemingen. Hij ontwikkelde 125 verbanden tussen balansposten en resultaatposten, die hij tot op de dag van vandaag angstvallig geheimhoudt. Die 125 zijn heus niet allemaal nieuw in de wereld. Ik denk dat we de meeste wel kennen uit de economieboekjes. Het zijn ook kwetsbare verbanden, die niet altijd geldig zijn. Hij zocht dus naar het hoe en wanneer van de geldigheid ervan. Hij bedacht dat niet allemaal zelf, hij vróég het ook aan het model. Letterlijk. Hij lúisterde naar zijn model. In tegenstelling tot vele anderen heeft hij het geduld opgebracht om wat hij al dacht en wat hij al vond te toetsen met behulp van een model in wording. Hij wist dat hij met vage logica de verbanden langzaam maar zeker scherper kon stellen. Daarbij toonde hij het respect van de schaakgrootmeester voor de schaakcomputer. Ze voedden elkaar. Die jarenlange investering, dat wegcijferen van zichzelf maakt hem ook zo stellig nu. Tegenspraak weerlegt hij graag. Dat zelfbewuste van hem, alsmede de zelfwerkzaamheid van het model, is wat de OK-Score onderscheidt van de rest. Het geheime, het verborgene, de 150 vage verbanden. Daar staren critici zich blind op. Maar persoonlijk vind ik een ander element van de OK-Score interessanter. Het voor ons zichtbare deel.

Het zichtbare deel van de OK-Score is de interpretatie van de OK-Score. Wat betekent een OK-Score van 10 nu eigenlijk? Daarin toont Willem zich andermaal de pragmaticus, niet de wetenschapper. Altman was strikt: een faillissement is zo gedefinieerd en gebeurt dan en dan en vervolgens vouwde hij zijn armen over elkaar. Willem vindt dat niet interessant. Hij wil niet lijdzaam toekijken, hij wil iets betekenen voor noodlijdende ondernemingen. Hij wil de alarmsignalen van een faillissement herkennen. Daartoe beschreef hij het pad naar het faillissement. Een gezonde onderneming heeft de tijd en het geld om strategisch bij te sturen. Zo'n onderneming krijgt geen OK-Score van 10. Maar wanneer een onderneming voor het eerst een OK-Score van 10 krijgt, begint de fase *business failure* en daarin zijn nog drie strategische opties mogelijk: herkapitalisatie, *asset stripping* of turnaround. Hierin schuilt nu de grote Willem Okkerse-truc. Want zijn model sluit helemaal aan bij de gangbare theorieën van bedrijfsstrategie. Een *business failure* is een veel werkbaarder concept dan de *one-year default* waar kredietbeoordelaars mee werken, het *one-year bankruptcy* van Altman, of de *one-year going concern*-waarschuwing van de accountant. Met deze armslag heeft hij vrijwel altijd gelijk. Het verklaart de hoge betrouwbaarheid van het model. Dat is wetenschappelijk geen schande, ik vind dat we hem dat moeten gunnen. Want als consultant heeft hij recht op die vrijheid. De OK-Score is geen promotieonderzoek. Het is een consultancytool die ook beleggers, bestuurders en accountants kan helpen. Maar hier gaat het om: de OK-Score waarschuwt wanneer anderen niet waarschuwen én geeft aan welke opties er zijn

voor het oplossen van de problemen. De OK-Score voorkomt én geneest.

De OK-Score heeft commercieel wellicht nog een lange weg te gaan. Als een accountantsorganisatie daadwerkelijk gebruik gaat maken van de OK-Score, zal de wetenschap de messen slijpen: het klopt niet. Het kan niet waar zijn. Maar het werkt wel. De denkfout die critici maken, is dat ze zich blindstaren op de wetenschappelijke pretenties van het model. Laat gaan, zeg ik, omarm het als maatschappelijk nuttige tool. De corporates, toezichthouders, banken, kredietbeoordelaars, accountants, overheid en wetenschap houden elkaar in stand. Dat zit nu nog muurdicht. Maar als het de OK-Score lukt ook maar een steen uit die muur te trekken, volgt vroeg of laat de rest. Zo staat de situatie van een default van een onderneming nu nog heel strikt omschreven in de wet. In veel landen moet elke publiek gefinancierde onderneming een *credit rating* hebben. De kwaliteit van het ratingbureau wordt bepaald door hoe goed het een default op twaalf maanden tijd kan voorspellen. Een keurslijf: default is een juridisch begrip, en twaalf maanden is te kort. Ze voorspellen dat dus meestal fout. Dit geldt ook voor accountants: ze moeten signaleren of een onderneming binnen twaalf maanden continuïteitsproblemen krijgt. Dat is te precies. Het leidt ertoe dat deze instellingen zich gaan indekken, ten onrechte goede ondernemingen slechte ratings of continuïteitswaarschuwingen geven. De voorspelling van de OK-Score is anders dan de wet vereist. Binnen drie jaar gaat er een *business failure* plaatsvinden. Als aan die waarschuwing

geen gehoor wordt gegeven, kan discontinuïteit volgen. Dus wat willen we? Vinden we het voorkomen van problemen bij een onderneming belangrijk? Of blijven we het doen zoals we het al decennia doen, terwijl we er meestal naast zitten en we er maatschappelijk weinig mee opschieten? Dat eerste? Dan is het aan de overheid om de lobby van betrokken organisaties te weerstaan, en moet ze het systeem durven te veranderen.

Tot die tijd heeft vooral de belegger profijt van de OK-Score. Willem zelf zou liever opdrachten voor bestuurders doen. Daar ligt zijn hart. Daar heeft de OK-Score op dit moment ook de meeste toegevoegde waarde. Maar ook daar is de weerstand nog groot. Zet het maatschappelijke nut van de OK-Score eens af tegen een adviesbedrijf als McKinsey, dat in een handomdraai tienduizend mensen werkeloos maakt en vervolgens anderhalf miljoen euro mag factureren. Een McKinsey of een Moody's zal de OK-Score nooit vrijwillig inzetten. Met de komst ervan is hun verdienmodel weg. Veel topposities in de samenleving zijn ingenomen met mensen die de maatschappij niet efficiënter willen inrichten dan deze nu is. Dat is de eigenschap van establishment. Ze hoeven niet te veranderen, ze hebben meer te verliezen dan te winnen. Alleen een schok kan iets teweegbrengen. Tot die tijd blijft de OK-Score voor hen een bedreiging.'



DE ANDERE VOORSPELLERS

Pauze. We onderbreken de eenzame tocht van de man en zijn vinding. Voor nu laten we hem achter op het pad dat hij heeft te gaan, zoomen uit, stijgen op en kijken nog een keer bezorgd achterom. We weten dat het stipje daar beneden toch wel voortbeweegt. We blikken vooruit. Wat is er van de OK-Score geworden anno 2017?

Sinds 2000 zijn met het OK-Score Model bijna 2800 credit scores afgegeven, van vele honderden ondernemingen wereldwijd waarvan 69 keer een OK-Klasse 10. 69 keer is een *business failure* voorspeld. Met de toename van het aantal OK-Scores, en terwijl er geen nieuwe voorspellingsfouten zijn gemaakt, is de betrouwbaarheid van de OK-Score verder toegenomen. Inmiddels kan de

OK-Score bogen op een betrouwbaarheid van 98,6 procent. Met de jaren neemt de zuiverheid van de OK-Score nog altijd toe. Hij moet nu op zijn maximale punt zijn. Op naar perfectie, denkt hij verbeteren. Het klopt als een zwerende vinger. Alle door hem juist voorspelde *business failures* deden zich voor binnen drie jaar na de voorspelling. Zo werd de deplorabele toestand bij bedrijven als Landis, Enron, Parmalat, DAF, LCI, Innoconcepts en Ceteco, die slechts één keer een OK-Score van 10 behaalden, binnen één jaar fataal. Vaak duurt het echter tot in het tweede jaar: de gemiddelde voorspellingstermijn bedraagt ongeveer 18 maanden. Enkele bedrijven kregen drie jaar achtereen een OK-Score 10 voordat de business failure zich openbaarde zoals bij Tulip en Fokker. Veelal konden zij als gevolg van directe staatsteun het nog iets langer uithouden. Een symmetrie die volgers van de OK-Score is opgevallen: de voorspellende kracht ervan, de urgentie die kennelijk evenredig toeneemt met de jaren die verstrijken. Wat zegt dit over de kwaliteit, over een methode die zichzelf door de tijd heen verbetert, zonder dat daar nog een menselijke hand bij aan te pas komt? Hoe doen andere voorspellers dit? De analisten van de banken, de accountants, de kredietbeoordelaars? Door onder meer de Universiteit Maastricht, de KU Leuven en de universiteit van Brussel is onderzoek gedaan naar de betrouwbaarheid van de voorspellingen van analisten, accountants en kredietbeoordelaars. Hun oordeel:

De betrouwbaarheid van analisten: achttien procent.

Uit onderzoek van McKinney uit 2010 blijkt dat analisten in 20 van de 24 gemeten jaren te optimistisch zijn in hun analyses

van ondernemingen. In twee jaar zijn ze te pessimistisch en in twee jaar hadden ze het bij het rechte eind. In de meeste gevallen voorspellen analisten te rooskleurig; in 82 procent van de gevallen zitten ze er hoe dan ook naast. Een betrouwbaarheid van achttien procent.

De betrouwbaarheid van accountants: 25 procent.

Accountants staan er helaas niet veel beter op. Volgens onderzoek van de KU van Leuven en de universiteit van Brussel waarschuwen accountants in veel gevallen niet voor een naderende *business failure*. Ze stellen geen zogeheten *going concern*-rapport op. Een omissie die beleggers op het verkeerde been zet. Zo is 75 procent van de daadwerkelijke faillissementen niet voorafgegaan door een waarschuwing – een voorspellingsfout van het tweede type. Als het gaat om fouten van het eerste type, het ten onrechte waarschuwen voor een faillissement dat zich in de werkelijkheid nooit zal voordoen, doen accountants het nog slechter. Maar liefst 95 procent van de waarschuwingen die ze wel afgeven, leidt niet tot een daadwerkelijk faillissement. Hierbij zij aangetekend dat een waarschuwing als een *early warning* kan werken, en bestuurders van de ondernemingen tijdig actie kunnen ondernemen. De onderzoeken sporen met andere onderzoeken in de VS en in Europa. Overal in de wereld wordt steeds meer getwijfeld aan het vermogen van de accountant om problemen te voorzien. In de VS missen accountants in hun eindverklaring 45 procent van alle faillissementen. In Europa is voor 85 procent van de faillissementen niet gewaarschuwd. In Nederland ligt dat percentage op 75 procent. Het lijkt erop dat accountants wel wat hulp kunnen gebrui-

ken. Tijd om de natte vinger in te ruilen voor een methodische aanpak? Maar is de OK-Score zelf niet ook gebaseerd op cijfers die zijn goedgekeurd door accountants, de beroepsgroep waar Okkerse kritisch op is? Wat zegt die input over de output van de OK-Score? *Garbage in, garbage out*, is al snel de gedachte. Okkerse zegt hier uiteraard rekening mee te hebben gehouden bij het schrijven van zijn algoritme. Gefiezefoezel in jaarverslagen haalt de OK-Score er feilloos uit. Desalniettemin worden alleen cijfers verwerkt die de toets der kritiek van de verplichte invoerprocedure kunnen doorstaan. Cijfers die voldoen aan alle eisen die het model stelt.

De betrouwbaarheid van kredietbeoordelaars: 63 procent te rooskleurig, 74 procent te somber.

Hoe is het ten slotte gesteld met de resultaten van kredietbeoordelaars, met Standard & Poor's, Moody's en Fitch? We moeten constateren dat de cijfers erbarmelijk zijn. 74 procent van de door kredietbeoordelaars als *bad business* gekwalificeerde bedrijven gaat niet failliet. Andersom wordt 63 procent van de *business failures* niet ontdekt. Maar om deze slechte score op te vijzelen hebben ze iets bedacht. Ze hebben simpelweg de lat hoger gelegd voor fondsen om in aanmerking te komen voor een goede rating. Hoe werkt dat? Kredietbeoordelaars kennen negen hoofdklasseringen: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC en C. Stel, Standard & Poor's beoordeelt elk jaar honderdduizend ondernemingen. Daarvan gaan er gemiddeld elk jaar 1,7 procent failliet, dus 1700 ondernemingen. Je zou verwachten dat die 1700 zich bevinden onder de ondernemingen die een rating

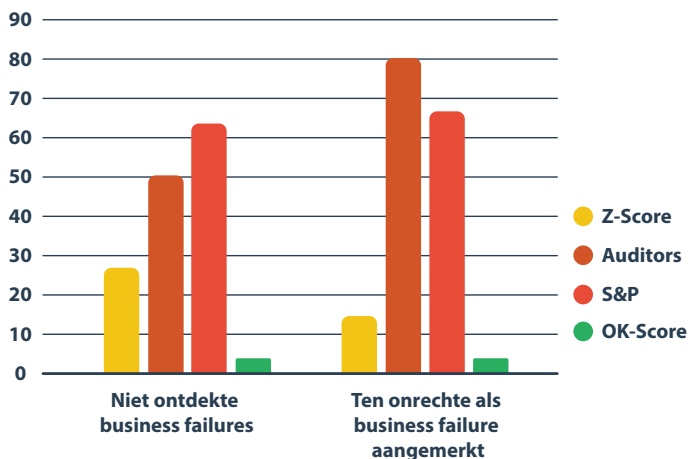
van CCC of lager hebben. Maar dat is niet zo. Slechts 630 van de 1700 gefailleerden krijgt een rating van CCC of lager. Dat wil zeggen dat voor 63 procent van de faillissementen niet is gewaarschuwd. Om te voorkomen dat bijvoorbeeld grote institutionele beleggers, die klant en grootgebruiker zijn bij de kredietbeoordelaars, toch beleggen in deze brekebeentjes en teleurgesteld raken, leggen de kredietbeoordelaars gewoon de lat wat hoger. Niet bij CCC, maar bij BBB. Ondernemingen die slechter scoren dan BBB zijn *non-investable*. *Bad business*. Met zo'n grote groep als verdacht aangemerkte ondernemingen stijgt natuurlijk de kans op vroegtijdige ontdekking; een betrouwbaarheid van 95 procent. Maar hiermee neemt het aantal valse beschuldigingen ook toe: de foutmarge gaat naar 93 procent. Maar liefst 34.000 van de 100.000 ondernemingen zijn dan volgens de kredietbeoordelaars niet interessant om in te beleggen. Een salomonsoordeel, dat veel gezonde ondernemingen in de middengroep (BBB tot B) duur komt te staan. Bij de bank hoeven ze niet meer te rekenen op een betaalbare lening. Sterker, een faillissement behoort ineens tot de mogelijkheden. Dit zijn de mooiste bloempjes, die weliswaar aan de rand van de afgrond groeien, maar waarvan de leningen in elke obligatieportefeuille thuis horen. De handelwijze van de kredietbeoordelaars en hun klanten komt neer op maatschappelijk vandalisme. Franz Haniel & Cie, een 259 jaar oude Duitse onderneming, ouder dan het Koninkrijk der Nederlanden, heeft nog nooit een betalingsprobleem gekend. Maar door een BB-beoordeling van de grote raters in 2012 moest Haniel een twee keer zo hoge rente betalen als Volkswagen. De OK-Score kwam uit op een klasse 3, ofwel

een enkele A. Beleggers die instapten na de analyse van Okkerse bij Het Effectenhuis, spinnen garen. Ze kochten obligaties van Haniel op pari (honderd procent). In augustus 2016 noteren ze ruim 108 procent.

De betrouwbaarheid van de OK-Score: 0,04 procent te somber.

Als het gaat om waarschuwingen voor *business failures*, bedient de OK-Score zich van een ander, breder begrip dan analisten, accountants en kredietbeoordelaars. Kredietbeoordelaars voorspellen wat ze een default noemen: in hoeverre kan een onderneming niet meer aan de verplichtingen voldoen? Accountants voorspellen *going concern*-zaken: welke zaken op de balans of in de resultatenrekening zijn zorgelijk en verdienen nadere aandacht van het management? Zowel de voorspellingen van kredietbeoordelaars als die van accountants werpen hun licht een jaar vooruit. De OK-Score doet iets anders. De OK-Score voorspelt *business failures*, een breder concept dan de default en de *going concern*. Een OK-Score van 10 betekent: de fase van desoriëntatie en desintegratie is aangebroken. Onmiddellijk ingrijpen is noodzakelijk: herkapitalisatie, *asset stripping*, gedwongen overname of turnaround. De situatie kan fataal worden: surseance van betaling of faillissement. De OK-Score werpt zijn licht een tot drie jaar vooruit, een termijn die aandeelhouders en andere belanghebbenden meer tijd gunt om in actie te komen. Maar in tegenstelling tot de kredietbeoordelaars sluit de OK-Score ondernemingen met een kredietwaardigheid van CCC en zelfs CC niet uit. Alleen wat daar nog onder zit, klasse C en DDD en nog lager, valt af. In termen van de OK-Score gaat dat om de

DE FOUTEN VAN OK-SCORE T.O.V. DE CONCURRENTIE



klassen 9 en 10 – een kleinere groep dan bij de kredietbeoordelaars.

De vergelijking met andere voorspellers werpt de vraag op waarom instanties de handen niet willen branden aan de OK-Score. Wat dit betreft tasten Okkerse en de volgers van de OK-Score in het duister. Al hebben ze wel een idee natuurlijk. In een poging tot een verklaring hebben we ons oor zelf eens te luister gelegd in de markt. Neem de onwil onder kredietbeoordelaars om met de OK-Score te werken. De OK-Score is om te beginnen geen kredietbeoordelaar in de smalle betekenis van het woord. De OK-Score is in eerste instantie een rekenmodel. Traditionele kredietbeoordelaars als Standard & Poor's, Moody's en Fitch maken geen gebruik van dit soort rekenmodellen. Een rating van een onderneming komt niet tot stand door bereke-

ningen van een computermodel, maar door mondeling overleg in een overlegorgaan, een zogeheten *rating committee*. In zo'n committee zitten geleerde heren. Het gaat er klassiek aan toe. Ze bezien de jaarcijfers en de gebruikelijke ratio's van een onderneming, en besluiten dat de onderneming een BBB of vooruit, toch een A verdient. Ze geven een mening. De leden van een committee mogen uiteraard geen bestuurder van de onderneming zijn, en ze mogen geen enkel belang hebben bij de verdienmogelijkheid van de onderneming. Maar mensen zijn beïnvloedbaar. En meningen zijn inwisselbaar.

Kredietbeoordelaars staan bekend als fraudegevoelig. De Europese Unie is niet blij met de duistere, oncontroleerbare invloed die Amerikaanse kredietbeoordelaars op de Europese economie hebben. Men eist meer inzicht in de procedures die bij een rating worden doorlopen. Maar de weerstand tegen meer openheid is groot. Vooral vanuit de VS, waar veel kredietbeoordelaars hun hoofdkantoor hebben staan. Amerikaanse kredietbeoordelaars willen geen aansprakelijkheid voor foutieve ratings. Ze beroepen zich op het feit dat ze slechts een mening afgeven. Een mening valt onder het Amerikaanse begrip van vrije meningsuiting, en voor een mening is men nu eenmaal niet aansprakelijk. Hoe fout en hoe vaak fout die mening ook is. De Amerikaanse arm reikt inmiddels ver. Tot in Europa. De European Securities and Markets Authority (ESMA, de Europese beurstoezichthouder) eist dat elke Europese kredietbeoordelaar hetzelfde speelveld krijgt als de Amerikanen. Ook Europese raters zijn nu verplicht een rating af te geven op basis van een mening, niet op basis van een rekenmodel. De onafhankelijke Duitse ratingspecialist dr. Oliver

Everling vreest dat als een Europese kredietbeoordelaar besluit om de OK-Score als ratinginstrument in de armen te nemen, zijn ESMA-accreditatie zal worden afgenomen. De juridische angst voor een claim wint het van de wens van een hogere betrouwbaarheid. Kwaliteit van het oordeel of wetenschappelijke inzichten spelen geen rol. Volgens Everling is hiermee het bestaande ratingsysteem aan het eind van zijn levenscyclus gekomen, en zal het verder degenereren. Voor de vorm worden nog wel ratings aangevraagd, maar geen hond die ze serieus neemt. Om goed te blijven functioneren behoudt de OK-Score zijn onafhankelijke publiek-private functie, zoals ze die altijd heeft gehad.

OK-VOORSPELLING #9

2004 *Okkerse adviseert Fentener van Vlissingen uit Draka te stappen*

2009 *Fentener van Vlissingen stapt uit Draka*

In 2004 rondt Okkerse zijn onderzoek naar kabel- en leidingenbedrijf Draka Holding af. De OK-analyse is aangevraagd door belegger Frits Fentener van Vlissingen, die met zijn investeringsmaatschappij Flint veel aandelen in Draka bezit en overweegt om meer aandelen van het fonds in te slaan. Maar Okkerse raadt het hem ten zeerste af. Hij is uitgekomen op een OK-Score van 8. Alleen indien de emissie uit 2004 volledig wordt gebruikt om de schulden af te lossen, zal er een OK-Score 7 op de borden

komen. 'Instappen nu (2004) heeft een te hoog casinogehalte. Onze indruk is dat de vaste activa voor een te hoog bedrag op de balans staan. Het winstpotentieel is niet interessant, de cashflow is te laag voor zo'n groot bedrijf. Een cashflow van 60 miljoen euro voor een onderneming met een omzet van ruim 1,6 miljard euro biedt onvoldoende zekerheid voor continuïteit in deze wereld.' Bikkelhard en glashelder, zo schrijft hij graag zijn rapporten. Dan is hij niet mis te verstaan. Een man als Fentener van Vlissingen, die met zijn familie al jaren tot over zijn oren in Draka Holding zit, waardeert dat wel. Het rapport is de opmaat voor het afscheid van zijn aandelen Draka Holding, dat uiteindelijk geheel in handen zal komen van een Italiaanse onderneming.



BELEGGEN MET DE OK-SCORE

Anno 2017 is er bijval voor de OK-Score. Vanuit de accountancy, de wetenschap en het bedrijfsleven. Ook neemt de vraag vanuit de beleggingswereld naar het oordeel van de OK-Score toe. Het geeft moed om door te gaan met de ontwikkeling en toepassing ervan. Na kortstondige, weinig vruchtbare samenwerkingen met vermogensbeheerders First Capital en Todays Beheer heeft sinds enkele jaren de Amsterdamse vermogensbeheerder Het Effectenhuis het exclusieve recht verworven om in de Benelux te beleggen op basis van de OK-Score. Het duurde even voordat Okkerse zich kon opladen voor weer een avontuur, maar uiteindelijk werd hij het eens met Ron Boer en Wander Groot, de oprichters van Het Effectenhuis. Bij beleggen gaat het erom de

kreukeljassen buiten de deur te houden. Dit is waar de OK-Score goed in is, vinden ook Boer en Groot. De OK-Score is in staat om de robuustheid van ondernemingen te meten en te waarderen, waarbij een OK-Score van 1 de beste uitkomst is. Een 9 of een 10? Wie niet weg is, is gezien. Sinds het vertrek bij hun vorige werkgever in 2012 vormt de OK-Score de basis van de beleggingsstrategie van Het Effectenhuis. Bij elke interessante obligatie die Boer en Groot aantreffen in de markt, vragen ze aan Okkerse of hij erin wil duiken. Dit betekent overigens niet dat hij alleen even de jaarcijfers in zijn model inklopt, waarna met een druk op de knop groen of rood licht verschijnt. Dat kan elke idioot. Voor Okkerse begint nu pas het werk. Hij pluist de vijf jaarrekeningen na op details, leest zich nog meer in het bedrijf en in de specifieke sector in, doet eventueel navraag bij specialisten. Pas als hij de resultante van zijn model goed kan interpreteren, komt hij tot een afgewogen oordeel en doet hij per mail uitgebreid verslag aan Boer en Groot.

Kreukeljassen zijn er genoeg; in aandelen, maar tegenwoordig ook in obligaties. Een op de vier leningen op de Mittelstandsmarkt, de markt voor leningen van het Duitse midden- en kleinbedrijf, zit vandaag de dag in de problemen. De koers van de obligaties staat fors onder water of nog erger: ze zijn niets meer waard omdat de onderliggende bedrijven failliet zijn. Het Effectenhuis is wereldwijd actief in obligaties en aandelen en is altijd op zoek naar nieuwe, interessante fondsen om deze aan te kopen. Maar niet voordat ze van Okkerse een OK-Score van het bedrijf hebben ontvangen. Het is Boer en Groot tot nu toe gebleken dat de meeste bedrijven met een slechte OK-Score binnen enkele jaren in de problemen zijn gekomen. Dat is geen wetmatigheid.

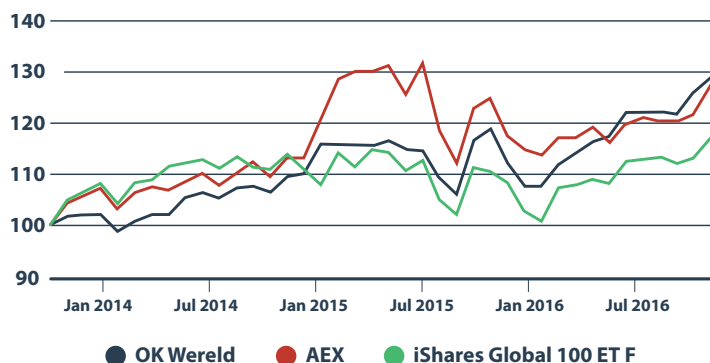
Een OK-Score 10 wil niet zeggen dat de tent ook daadwerkelijk omvalt. Er kan worden ingegrepen: onderdelen verkopen, aandelen uitgeven, saneren, schulden herfinancieren, et cetera. Veel bedrijven met een lage score overleven uiteindelijk. Maar door de tijdige waarschuwing die de OK-Score twee, en soms al drie jaar van tevoren afgeeft, is er voldoende tijd om financieel onheil af te wenden door bijvoorbeeld het aandeel of de obligatie te verkopen of verlies te nemen. Dit geeft Het Effectenhuis een grote voorsprong op de anderen.

Op dit moment heeft Het Effectenhuis drie verschillende OK-portefeuilles in beheer: het OK Wereld Fonds, de OK Magnificent Twenty en het Wereld Rente Dividend Fonds. Bij het selecteren van aandelen voor het OK Wereld Fonds worden de OK-classes 1 tot en met 6 beschouwd als *investables* en de OK-classes 7 tot en met 10 als *non investables*. Voor de OK Magnificent Twenty komen alleen fondsen met een OK-Score van 1 of 2 in aanmerking. Bij het selecteren van obligaties voor het Wereld Rente Dividend Fonds zijn bedrijfsobligaties met een OK-Score van 1 tot en met 8 geschikt. De toetsing met de OK-Score van de geselecteerde – maar ook in eerste instantie niet-geselecteerde ondernemingen – vindt in de regel een- tot tweemaal per jaar plaats, en per direct als het nieuws daartoe aanleiding geeft.

Het OK Wereld Fonds

Op 1 oktober 2013 zag het OK Wereld Fonds het licht. Dit fonds belegt gespreid in de Champions League van het internationale bedrijfsleven. Het gaat om vijftig ondernemingen met solide balansen, langetermijnwinstgroei en een vooraanstaande positie

OK WERELD FONDS



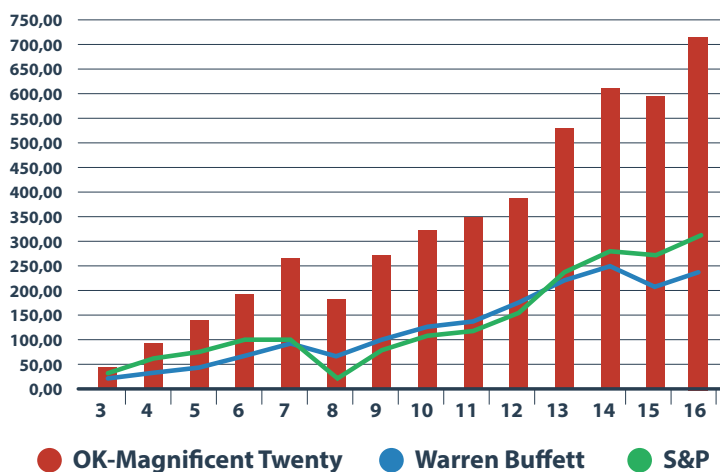
in de markten waarin ze actief zijn. Financiële ondernemingen en vastgoedfondsen zijn van opname uitgesloten, zodat men met deze kwetsbare groep geen risico loopt. Met het OK Wereld Fonds participeert de belegger in vijftien door de OK-Score beoordeelde bedrijven uit het eurogebied, twintig uit de S&P 500 en vijftien uit de rest van de wereld. We kunnen de resultaten ervan vergelijken met de index waaruit deze aandelen voortkomen. Het OK Wereld Fonds laat zich het best vergelijken met de I-Shares Global 100 ETF, dat belegt in honderd vergelijkbare bedrijven wereldwijd. Door spreiding in verschillende valuta is dit praktisch een valutair neutraal fonds. In de grafiek is het rendement van I-Share Global 100 in 39 maanden 17,7% bruto. Let op het verschil met het rendement van het OK Wereld Fonds dat in diezelfde periode 29,6% netto was. Dus na kosten. Goed te zien is hoe het rendement van het OK Wereld Fonds en dat van de index uiteenloopt. 'De schaar van het verschil gaat na anderhalf jaar verder open,' zegt Okkerse

daarover – zijn voorspellingstermijn. Verklaring voor dit verschil? In elk indexfonds zitten naast goede ondernemingen ook een paar slecht presterende ondernemingen. Het OK Wereld Fonds filtert die er aan de poort al uit, maar de markt ziet dat pas na anderhalf jaar.

OK Magnificent Twenty

Het succes van het OK Wereld Fonds is niet onopgemerkt gebleven. Ardashir Dubash, een voormalige private banker van Credit Suisse en voormalige hedgefondsmanager, voerde in 2011 in India een onafhankelijke *backtesting* van de OK-Score uit van de volledige S&P 100. 84 van de ondernemingen bleken OK te zijn, zestien ondernemingen niet-OK (OK-Score 7 tot en met 10). Door nu deze zestien weg te laten steeg het cumulatieve rendement van de OK-portefeuille tijdens de proefperiode gemiddeld tot veertien procent, tegenover twaalf procent voor de index. Dat was redelijk, maar nog niet iets om de vlag voor uit te steken. Het beeld veranderde toen alleen fondsen met een OK-Score van 1 tot en met 3 werden geselecteerd. De selectie vernauwde zich tot slechts twintig kandidaten. Op grond van de OK-Score over de jaarcijfers van de laatste acht jaar werd een S-curve samengesteld waaruit top-down, van boven naar beneden, de twintig beste ondernemingen in aanmerking kwamen voor een plaats in The Magnificent Twenty. Elk aandeel nam vijf procent in van het totale te beleggen vermogen. Het leverde een jaarlijks rendement op van maar liefst achttien procent tegenover twaalf procent van de index – een significante *outperformance* van maar liefst vijftig procent. Over de gehele testperiode 2003 tot en met

RESULTAAT OK-MAG20, BUFFETT EN S&P



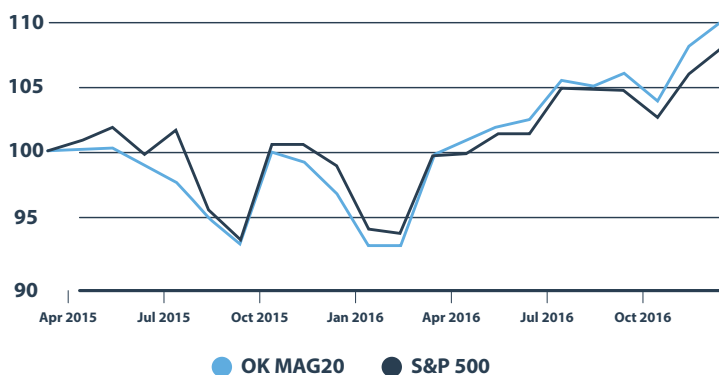
2010 leverde het fonds 320 procent rendement op, tegen 115 procent van de S&P 500.

Per 1 januari 2011 werd het OK Magnificent Twenty-fonds onder toezicht gebracht van drie hoogleraren Accountancy van de universiteiten van Leuven, Antwerpen en Nyenrode. Per 1 maart 2015 ging het fonds ook *live* bij Het Effectenhuis. Het fonds bestaat uit twintig S&P-ondernemingen, waarbij aan het begin van het jaar in elk vijf procent van het vermogen wordt geïnvesteerd. Voorwaarde voor de selectie is dat de onderneming gedurende de periode 2003 tot aan de laatste OK-analyse een OK-Score 1 of 2 heeft ontvangen én dat de gemiddelde uitkomst van die scores niet boven de 1,6 uitkomt. Intussen is het rendement van door Okkerse sinds 2003 gemonitorde OK Magnificent Twenty (zie boven) tot eind 2016 met 727% rendement bijna drie keer

beter dan het beroemde Berkshire Hathaway beleggingsfonds van Warren Buffett. Een reden om deze bedrijven ook in het OK Wereld Fonds op te nemen.

De selectie voor opname in het OK Magnificent Twenty-fonds is en blijft streng. Wordt een van de twintig ondernemingen na de nieuwste jaarcijfers afgetest, dan verdwijnt deze ter bescherming van de belegger uit de portfolio. Dan is de daaropvolgende nummer 21 aan de beurt en neemt die de plaats in van zijn voorganger. Zo adviseerde Okkerse Het Effectenhuis onlangs dat Coca-Cola uit de selectie ging. Na zijn laatste berekeningen daalde dit fonds namelijk voor het eerst na lange tijd van OK-Score 1 naar 2. Hij voorziet een voortgaande, dalende tendens. Het eigen vermogen van het drankenconcern holt uit, en de winst wordt niet veel hoger meer. Weg ermee dus. Dit is ook een voordeel van grote namen in je portefeuille: het aandeel is zeer goed verhan-

OK MAGNIFICENT TWENTY



delbaar, met één druk op de knop ben je ervan verlost. Overigens neemt door koersstijgingen en -dalingen niet elk van de twintig fondsen voortdurend precies vijf procent van het geheel in. Aan het begin van het nieuwe beleggingsjaar wordt de portefeuille opnieuw gebalanceerd, zodat wordt gestart met twintig fondsen van elk vijf procent.

Het Wereld Rente Dividend Fonds

Na de succesvolle start van het OK Wereld Fonds volgde een vast-rentende opvolger. Dit fonds belegt in bedrijfsobligaties met een positieve OK-Score, maar zonder de OK-Scorezekerheid soms ook in obligaties van financiële instellingen en overige effecten met een rentedragend karakter: waardepapieren waarover rente of dividend wordt vergoed. De directe aanleiding voor het fonds is het steeds geringere aanbod van leningen met coupures kleiner dan 100.000 euro. De trend om leningen uit te geven met een minimumdeelname vanaf 100.000 euro neemt eerder toe dan af. Hierdoor kunnen beleggers met een kleinere portefeuille in vast-rentende waarden steeds moeilijker hun weg op de financiële markten vinden. Door de omvang van het fonds zijn coupures van 100.000 euro geen probleem en zo kan aan particuliere beleggers een passend alternatief op het gebied van vastrentende waarden worden geboden – ook voor hen die afhankelijk zijn van inkomen uit hun vermogen. Net als bij de advisering aan hun particuliere relaties worden alleen obligaties met OK-klassen van 1 tot en met 8 geselecteerd. Aangezien de beste rendementen, zeker in de obligatiemarkt, gemaakt worden in de OK-klassen 6, 7 en 8, worden door veel beleggers karrenvrachten aan potentieel goed

renderende beleggingen buitenspel gezet. Dit zijn leningen die wel 'OK' zijn en met een gerust hart gekocht kunnen worden, al denken kredietbeoordelaars als Standard & Poor's daar anders over. Het gaat om ondernemingen in de CCC- en CC-categorie, dezelfde ondernemingen die OK-Scores hebben van 7 of 8 en daarmee als relatief veilig kunnen worden gezien – ondernemingen die nooit een *business failure* zullen beleven, maar wel uiterst interessante couponrentes bieden. Pas als deze ondernemingen wegzakken naar OK-klasse 9 (vergelijkbaar met C) of OK-klasse 10 (vergelijkbaar met D), wordt ook van die obligaties afgezien. Sinds de start op 1 februari 2014 maakt dit fonds een netto totaalrendement van 22,3 procent (7,15% gemiddeld per jaar).

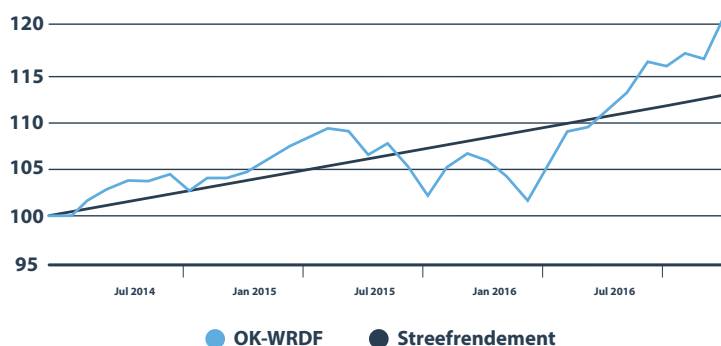
Onder critici bestaat scepsis over de toepassing van de OK-Score bij de drie beleggingsfondsen. We leggen de kritiek graag voor aan Willem Okkerse.

De OK-Score werkt bij het beleggen alleen zolang niet iedereen die toepast.

'Helemaal mee eens. Je moet nu eenmaal verliezers hebben. Als iedereen ondernemingen met een OK-Score van 10 uit zijn portefeuille zou gooien, als iedereen alleen nog zou willen beleggen in ondernemingen met een OK-Score van 1 of 2, dan zouden we met die strategie geen winst meer kunnen boeken. Dan zou de OK-Score gelijkstaan aan de index.'

In een opgaande markt is het niet zo moeilijk om geld te verdienen, maar hoe doet een OK-fonds dat in een neergaande markt?

WERELD RENTE DIVIDEND FONDS



‘Kijk maar naar de grafieken. Ook in lastige tijden doen we het beter dan de index. Het begint al met de voorspellende waarde van de OK-Score. Vroegtijdig, achttien tot 24 maanden van tevoren, signaleren we een interessant aandeel (bijvoorbeeld een aangeschoten onderneming die op het punt staat om terug te komen van een OK-Score van 10 naar 8 gaat en daarna naar 6), nemen het op in de portefeuille en maken de stijging mee. De markt ziet het dan nog niet. Eerst blijven we wat achter, dan gaat de schaar open en lopen we langzaam in en na meestal achttien maanden lopen we uit op de rest. Maar we maken de grootste winst door het hoogtepunt van een koers in te schatten. Een volatiel fonds bijvoorbeeld dat in een jaar van OK-klasse 6 naar klasse 1 gaat, kan volgens de theorie van de OK-Score niet meer beter worden. Die dekken we dus in met een putoptie. Maar andersom zit je ook goed met een OK-fonds. In tijden van een dalende markt kunnen de OK-fondsen mee dalen, maar altijd

minder hard dan de index. Omdat we minder verliezen, hoeven we in de periodes erna ook minder goed te maken. Zo loopt het verschil snel verder op. Alleen in 2008, het jaar waarin de kredietcrisis begon, verloren wij ook – maar nog altijd de helft minder dan de index. Met een OK-fonds krijg je met minder risico meer rendement. Tot nu toe doen we het twee tot drie keer beter dan de index.'

U sluit financiële bedrijven en vastgoedfondsen uit van de OK-Score. U mist daarmee bijna de helft van de index. Deze aandelen deden het de afgelopen tijd slechter dan de index. Logisch dat OK-fondsen het beter doen.

'Financiële instellingen hebben een afwijkende winst- en verliesrekening en balans. Ook vastgoedbedrijven kennen veelal statutaire voorschriften met betrekking tot het vreemd vermogen. Hierdoor functioneert een van de achterliggende variabelen in de OK-Score, de OK-Solvabiliteit, onvoldoende. Banken kunnen met veel kleinere eigen vermogens werken. Bovendien houden ze veel van hun verplichtingen *off balance*, en dat vereist gespecialiseerd inzicht dat voor een buitenstaander als ik moeilijk te verkrijgen is. Het uitsluiten van deze fondsen heeft dus in eerste instantie een modelmatige reden. Maar los daarvan zijn banken geen verstandige belegging. Wegblijven, is mijn advies.'

We nemen aan dat u schatrijk bent geworden van de OK-Score. En is dat eigenlijk wel ethisch, de broncode van een beleggingsmodel beheren en zelf ook beleggen?

'Ik ben zeventig. Ik heb vijfenvijftig jaar gewerkt, grotendeels

als zelfstandig adviseur. Ik heb moeten overleven. Van die vijfenvijftig jaar heb ik er twintig besteed aan de ontwikkeling van de OK-Score. Je zou kunnen zeggen dat ik mijn leven erin heb geïnvesteerd. Ik heb nauwelijks geld opzij kunnen leggen om te beleggen. Want beleggen met een paar duizend euro, dat schiet niet op. Ik heb wel iets belegd, en je zult het me vergeven dat ik dat heb gedaan op basis van mijn inzichten in de OK-Score, maar ik ben blij als ik er nog eens een klein huisje in Zeeland van kan kopen. In Grevelingen bijvoorbeeld, met uitzicht op zee. Om eindelijk weer over het water uit te kijken.'

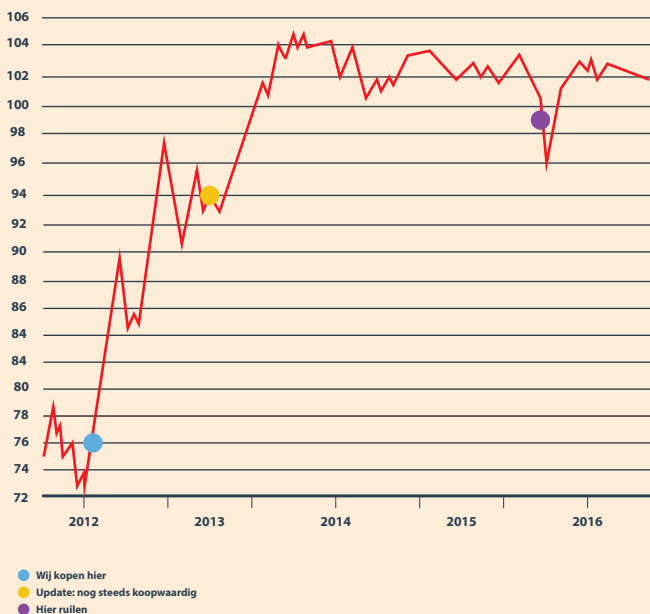
OK-ADVIES #1: OKKERSE ADVISEERT OOSTENRIJKSE PREFS WIENERBERGER TE KOPEN

In een klantmailing in november 2012 waarin diverse leningen worden aanbevolen, bespreken Boer en Groot van Het Effectenhuis een obligatie van de Oostenrijkse fabrikant van bouwmaterialen Wienerberger. De bouwsector zit op dat moment in zwaar weer, hetgeen de resultaten van een toeleverancier als Wienerberger parten speelt. Met hun exclusieve adviseur Willem Okkerse duiken ze in de boeken. *'Wienerberger ist auch nicht mehr das, was es einmal war.'* De koptitel van het jaarverslag uit 2011 spreekt boekdelen. Met 230 locaties in dertig landen is het de grootste steenfabrikant wereldwijd, de nummer één van dakpannen en betonstenen in Centraal-Europa, maar het heeft sinds kort ook een leidende positie in afvoersystemen in Europa.

De nieuwe strategie is namelijk om door overnames ook op aanpalende makten een rol te spelen. Dat is een strategie die vaak misgaat, maar Wienerberger beschikt volgens Okkerse over financiële zelfbeheersing, een solide balans en de leencapaciteit is groot. Ze hebben drie kortlopende leningen uitstaan, die allemaal boven de honderd procent noteren. Maar dat papier is niet waar de interesse van Het Effectenhuis naar uitgaat. Ze hebben hun oog laten vallen op de preferente schuldbewijzen. Vanwege de achterstelling van dit papier zijn beleggers zo geschrokken dat ze naar 76 procent zijn gedaald. Kunnen ze ook de goedkeuring wegdragen van Okkerse?

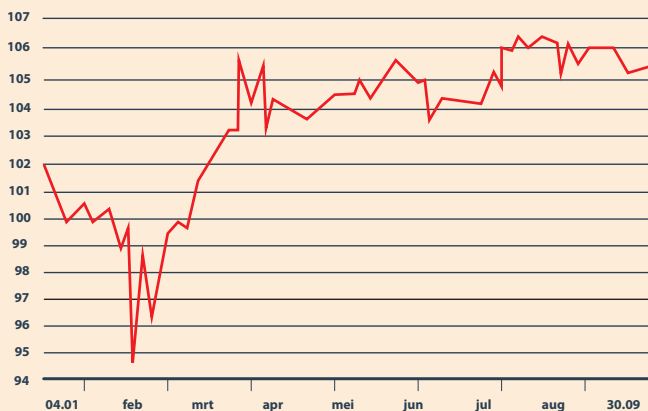


De jaarverslagen sinds 2007 roepen volgens Okkerse het beeld op van degelijk management. De OK-Score loopt weliswaar



in 2012 iets terug, van OK-klasse 2 naar OK-klasse 3, maar dat betekent nog steeds: solide zekerheid, capaciteit voor uitbreiding, ook met geleend geld. Aan de zogeheten *perpetual prefs* kleeft volgens Boer en Groot wel het nadeel van de onbeperkte looptijd zonder aflossing, waardoor het rendement afhankelijk is van koersvorming. Maar het hoge aanvangsrendement van 8,55 procent op de historisch lage koers en de wijziging in 2017 van vaste naar variabele uitkering maakt dat ze hun klanten toch aankoop adviseren. Anderhalf jaar later, medio 2013, blijkt de koers al hersteld tot 93 procent. Ook nu acht Okkerse de pref nog steeds koopwaardig. Volgens de laatste halfjaarcijfers die hij doorrekende, lijdt Wienerberger weliswaar verlies, als gevolg

van de conjuncturele dip en de seizoensinvloeden, maar de vermogensstand en de schuldbestand zijn onveranderd sterk. Hij handhaaft de OK-klasse 3.



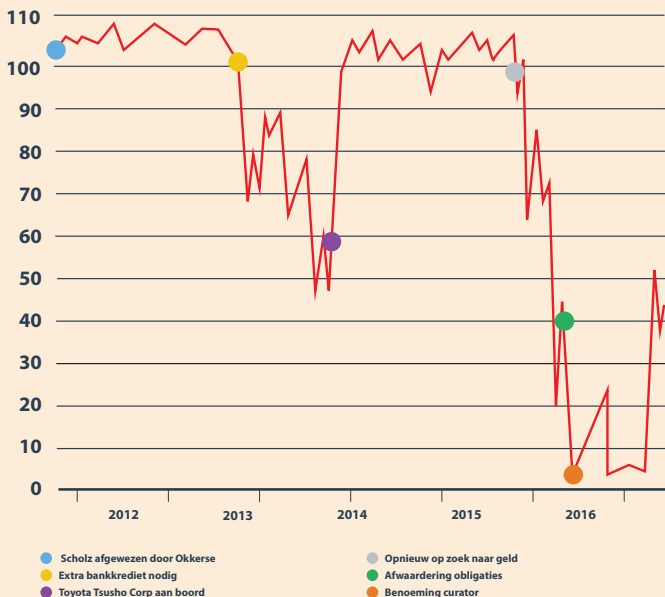
In februari 2016, ruim vier jaar na aankoop van de lening, en na het verschijnen van de nieuwste jaarcijfers, blijkt dat Wienerberger zich goed heeft hersteld. Het bedrijf heeft zelfs het beste jaar sinds de kredietcrisis doorgemaakt: een recordomzet, een winst van zeventig miljoen euro en een kasstroom waarmee de schuldbestand verder is teruggebracht. De OK-Score stijgt weer van OK-klasse 3 naar 2. Er is één maar: van de prefs zullen de klanten van Boer en Groot nog maar een jaar plezier beleven; ze verwachten dat in 2017 Wienerberger de schuld vervroegd gaat aflossen. In ruil biedt Wienerberger wel een nieuwe lening, maar met een lager rentepercentage. Wat nu hun klanten te adviseren? Wachten tot het onverbidde einde van het feest, als de oude lening wordt afgelost en

klanten van de ene dag op de andere geen alternatief hebben voor hun inleg? Dat zou betekenen dat ze rendement inleveren: minimaal een procent op jaarbasis. Of is het toch beter de lening nu al om te ruilen voor de nieuwe? Ook dat kost rendement, maar beduidend minder: 0,3 procent. De ruil blijkt een succes; een halfjaar later blijkt de koers van de nieuwe lening te zijn opgelopen tot boven de 105 procent, terwijl de oude is blijven steken op 101,25 procent.

OK-ADVIES #2: OKKERSE ONTRAADT SCHOLZ GMBH TE KOPEN

In februari 2012 ontvangen Boer en Groot van Het Effectenhuis een uitnodiging van een Duitse bank voor een presentatie van schroothandelaar Scholz. Tijdens een roadshow doen de bank en Scholz ook Amsterdam aan. De bank begeleidt Scholz in het kader van een nieuw uit te geven obligatie met een looptijd van vijf jaar en een rentevergoeding van maar liefst 8,5 procent. Het water loopt Boer en Groot al in de mond, maar voorafgaand aan de presentatie sturen ze wel even alle documentatie door aan Okkerse. Zijn oordeel is glashard. 'Helaas kwam de OK-Score uit op een bedroevende 10. Drie jaar achtereen. Ik vraag me af of een obligatielening de juiste aanpak is om deze toko te financieren. [...] Verder is er een *not accounted post* opgedoken, tussen de 80 en 100 miljoen euro. De vraag is of de afgeschreven hoeveelheden schroot ongeboekt verkocht zijn en in privézakken terecht zijn gekomen. Dit is een verhaal over een kapitaal-

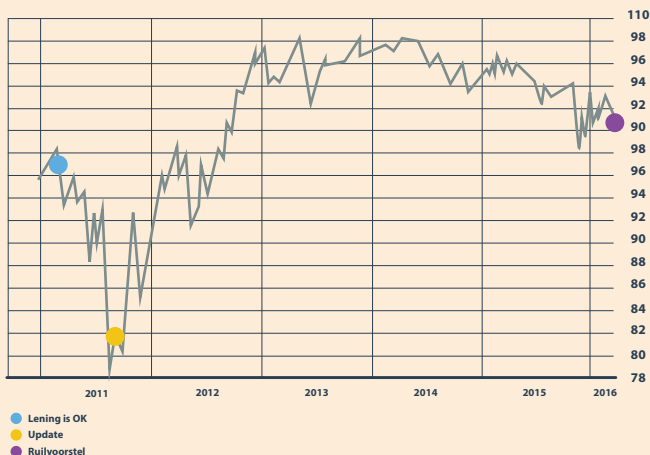
tensief bedrijf dat met flinterdunne marges werkt. Een sprookje. Grootaandeelhouders profiteren van de verkoop van afgeschreven materiaal en de bank van de rente – iedereen blij – totdat op een boze dag de banken hun leningen terug willen. Kortom, uiterst labiel.' Boer en Groot zeggen af voor de presentatie, het dossier verdwijnt in de map 'Afgekeurde ondernemingen'. Anderhalf jaar later begint de eerste metaalmoeheid Scholz parten te spelen. In november 2013 meldt Scholz voor het eerst dat er verlies is geleden. Ook de miljoenen die Okkerse niet kon terugvinden in de jaarrekening, komen bovendrijven. De obligatie reageert extreem negatief, de koers zakt naar 73 procent. Als in 2014 Toyota Tsusho Corporation een groot aandeel neemt in Scholtz, veert de obligatie even terug naar 103,50 procent



van de nominale waarde, maar een jaar later, als Scholz opnieuw op zoek is naar nieuw geld, laat de Japanse aandeelhouder het afweten. Het dreigende tekort aan geld in kas bezorgt obligatiebezitters het zweet op het voorhoofd, hetgeen is af te zien aan de koers van de obligatie van rond de 86 procent. Nu instappen betekent een rendement van boven de twintig procent, maar Boer en Groot overwegen geen seconde of ze het dossier weer zullen afstoffen. In januari 2016 kondigt Scholtz opnieuw herstructurering aan en stort de obligatie naar het historische dieptepunt van achttien procent. Een maand later wordt duidelijk dat de jaarlijkse coupon van de obligatie niet zal worden uitbetaald. Nadat een curator is benoemd, zakt de obligatie weg tot een treurige twee procent van de nominale waarde.

OK-ADVIES #3: OKKERSE ADVISEERT ZWEEDSE OBLIGATIES STENA TE KOPEN

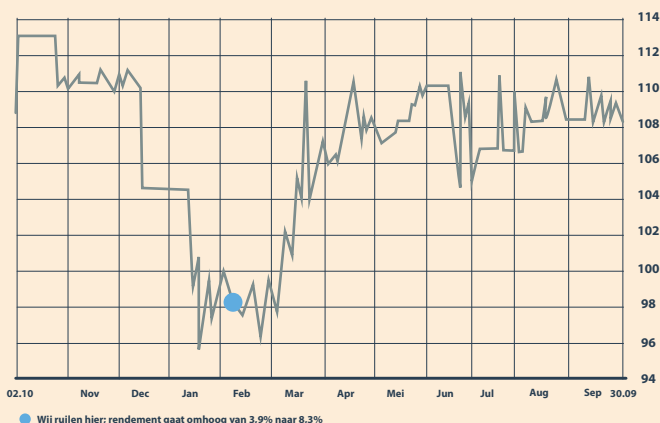
In februari 2011 attendeert een prospect Het Effectenhuis op een achtergestelde lening van het Zweedse Stena AB, bekend van de veerdiensten en tankvaart, maar ook thuis in drilling, vastgoed en financieringen. De bekende ratingbureaus kennen aan de lening van Stena slechts de magere kredietstatus van BB toe, niet kredietwaardig dus, met als gevolg dat de prospect van zijn eigen bank de lening niet mag aankopen. Bij Het Effectenhuis mag hij dat echter wel, want Okkerse kent na zijn analyse aan Stena de hogere OK-klasse 3 toe, hetgeen vergelijkbaar



is met een A-beoordeling van de gevestigde orde. Tenslotte is Stena al lang niet meer de heen-en-weerwaarder van Drs. P. De permanente toevloed van cash, afkomstig van de veerdiensten en drilling, belandt niet op de bank, maar wordt geïnvesteerd in onroerend goed en jonge, veelbelovende ondernemingen. Over de kredietwaardigheid maakt hij zich al helemaal geen zorgen. Met een familiebedrijf als grootaandeelhouder is sinds de oprichting 72 jaar geleden elk jaar winst gemaakt. Boer en Groot bekijken de lening van alle kanten, voorzien een jaarrendement van meer dan 6,5 procent, maar waarschuwen klanten ook voor de matige verhandelbaarheid van papier met een formele BB-rating, papier waarin het grote publiek niet mag deelnemen. Kopen en weggleggen dus.

Een halfjaar later volgt een eerste update aan de klanten. De kredietcrisis is in volle gang en koersen van obligaties schieten

bij het minste of geringste de diepte in. Zo ook de lening van Stena. Boer en Groot kijken schuin naar Okkerse. Maar volgens hem is er geen reden tot ongerustheid. Hij blijft bij een OK-Score van 3. De koers begint dan aan een lange opmars. 'Een geldklotsmachine,' mailt Okkerse drie jaar later. 'Een dikke OK-klasse 3. Als ze het investeringsfonds zouden verkopen, is het zelfs een OK-klasse 2, bijna OK-klasse 1.' Als in februari 2016 de Stena-lening nog maar een krap jaar te gaan heeft tot het moment van aflossing, en de obligatiemarkten opnieuw onder druk staan en de prijzen van obligaties zakken, concluderen Boer en Groot dat die prijzen niet langer de werkelijke waarde weerspiegelen. Ze stellen hun klanten dan ook voor om de oude lening te ruilen voor een nieuwe Stena-lening, die nog drie jaar langer doorloopt. Zo houden klanten een positie in een debiteur van goede kwaliteit. De hele omruiloperatie neemt wel een paar dagen in beslag, maar het jaarrendement schiet erdoor omhoog: van 3,9 naar maar liefst 8,3 procent.



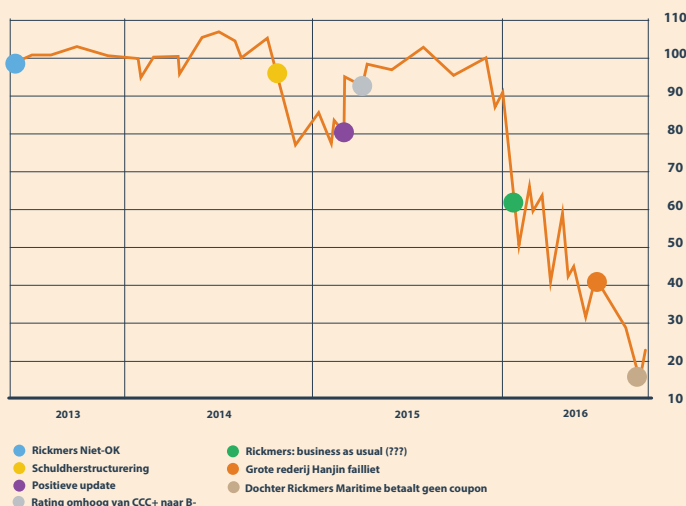
OK-ADVIES #4: OKKERSE ONTRAADT RICKMERS HOLDING AG TE KOPEN

De uitgifte van leningen op de Mittelstandsmarkt, de beurs voor leningen voor het Duitse midden- en kleinbedrijf, heeft sinds 2011 een vlucht genomen. Oorzaak is dat banken hun kredietkraan hebben dichtgedraaid, terwijl ondernemingen dringend nieuw kapitaal nodig hebben onder het mom dat ze hun groei of uitbreiding willen financieren. In werkelijkheid kraken hun balansen. Het is niet een tekort aan vreemd vermogen, maar aan eigen vermogen dat hun parten speelt. Beleggers hebben dit niet door en zijn verblind door de relatief hoge coupons van een procentje of zeven, in combinatie met een laag minimum aankoopbedrag vanaf duizend euro. Klinkende namen, langdurige aanwezigheid in het straatbeeld: beleggers denken dat imago gelijkstaat aan een goudgerande financiële status. Helaas is het op de mkb-markt niet allemaal botertje tot de boom en door de aanhoudende kredietcrisis vallen er steeds meer lijken uit de kast.

Medio 2016 blijkt dat een kwart van alle ondernemingen op de Mittelstandsmarkt in de problemen zit. Ze hebben noodgedwongen betaling van de rente gestaakt of opgeschort. Dit laat vanzelf zijn sporen in de koersen achter; veel leningen noteren vijftig procent of lager. Reeds diverse keren behoedt de OK-Score Boer en Groot voor een misstap. Al in 2011 waarschuwt de OK-Score voor KTG Agrar, een investeringsfonds in Oost-Europese landbouwgrond. Okkerse trof onregelmatigheden

aan in de boekhouding. Vijf jaar later, in juni 2016, gaat de obligatiekoers finaal onderuit, en daalt in twee weken tijd van 95 naar 7,5 procent. Ook de lening van zeevervoerder Rickmers staat genoteerd aan de Mittelstandsmarkt. In mei 2013 kondigt de onderneming een vijfjarige lening aan met een fijne rentevergoeding van 8,875 procent per jaar. Instappen? Het familiebedrijf kan bogen op een lange traditie in de scheepvaart. Inmiddels beschikt het bedrijf over 120 schepen die, deels in eigendom, deels geleased aan derden, actief zijn in zowel zware ladingen als containervervoer. Het zijn de snel dalende tarieven in het transport over zee, gecombineerd met een hoge schuld die Rickmers in de problemen brengen. Okkerse in 2013: 'Met het werken met getallen die verder dan één jaar vooruitgaan, heb ik altijd het gevoel dat ik met de I-Tjing bezig ben. De vooruitzichten van Rickmers zijn niet realistisch.' De OK-Score-uitkomsten zijn zelfs onthutsend: reeds vier jaar achtereen OK-klasse 10. 'Onverbiddelijk, wat mij betreft. Zeker nu ook de NAF-regel wijst op zo'n vijftig tot tachtig miljoen aan onevenwichtigheden. Alle mooie woorden ten spijt is dit een tent met een bak schuld, een schuld die in de toekomst niet meer te financieren valt. Ondanks het mooie coupongebaar zou ik deze kruik aan mij voorbij laten gaan, of slechts aanbieden aan diegenen die risico willen nemen.' En zo geschiedt. Bij Rickmers voltrekt zich een vergelijkbaar scenario als bij Scholz (zie aldaar). De eerste jaren lijkt er geen vuiltje aan de lucht, maar dan... Een tijdslog, zoals krachtpatser Jerommeke die in de *Suske & Wiske*-strips uitdeelt. Hij geeft een klap op een steen; er gebeurt niets. Pas zes plaatjes later valt de steen in stukjes uit-

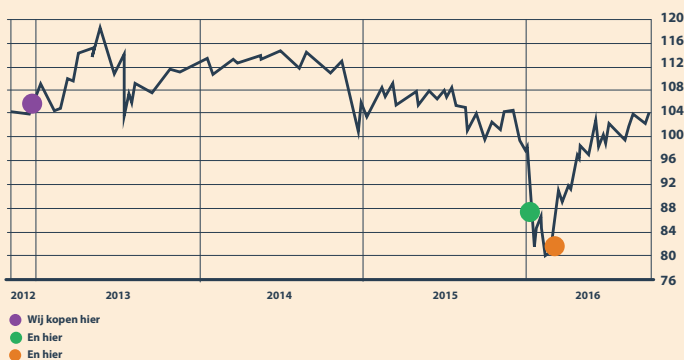
een. Als Rickmers in januari 2015 een geruststellende update geeft over de positieve onderhandelingen met de banken, herstellen de obligaties zich nog. Maar eind november moet Rickmers 300 miljoen euro afboeken. De onderneming houdt vol op schema te liggen, en als in januari 2016 de obligaties opnieuw een schuiver maken, komt Rickmers met een inderhaast opgesteld persbericht. Ondanks de moeilijke marktomstandigheden is er niets aan de hand, alles is onder controle. In 2016 ziet de zeetransportsector zich geconfronteerd met voortdurende stagnatie van de wereldwijde handel. Daarbij doet de overcapaciteit deze industrie de das om. Eind augustus vraagt de grootste Zuid-Koreaanse reder Hanjin surseance van betaling aan, enkele dagen later gevolgd door een faillissement. Als ook de Singaporese dochter van Rickmers in september de rentebetaling op een obligatie opschort, belandt de obligatie Rickmers op een nieuw dieptepunt.



OK-ADVIES #5: OKKERSE ADVISEERT AUSTRALISCHE OBLIGATIES SANTOS TE KOPEN

In december 2012 stuiten Boer en Groot op een lening van Santos uit 2010, de grootste lokale aardgasmaatschappij van Australië. De lening kent een jaarlijks rendement van een mooie zeven procent, en is destijds uitgegeven om nieuwe investeringen in vloeibaar aardgas te financieren. Hoewel Santos bekendstaat als zeer solvabel en zeer rendabel, krijgt de achtergestelde lening van S&P slechts een rating van BBB+. Rond dit soort gevallen hangt onduidelijkheid. Een lagere S&P-rating kan tot gevolg hebben dat Santos verplicht is tijdelijk de rentebetaling op te schorten. Ook is er discussie over de vraag of de lening bij het eigen vermogen kan worden geteld. Wat vindt Okkerse hiervan? Zijn oordeel: 'Soms is het een genoegen een jaarverslag te lezen. Dit is er zo een. Ik word altijd blij wanneer bedrijven specifieke principes benoemen én waarmaken. Zeker op het gebied van integriteit van financiële verslaglegging [...] Wat betreft de onzekerheid rond de aard van de lening: twee scenario's. Als de lening wel tot het eigen vermogen mag worden gerekend, komt de OK-Score tot de hoogste klasse 1. Of wel in S&P-termen: dit is AAA. Moet echter de lening worden gerekend tot het lange vreemd vermogen... dan komt de OK-Score wederom tot klasse 1. Met andere woorden: de BBB+-rating is onjuist. Ron en Wander, jullie kunnen deze beslist aan je cliënten aanbevelen.' In de jaren die volgen, blijven de OK-Scores op peil, ondanks de malaise in de oliesector die in 2014 toeslaat. Het Effectenhuis blijft de

lening aanbevelen aan klanten, want ondanks een daling van de OK-Score naar 2, en later naar 4, zien ze geen beren op de weg. In februari 2016 sturen ze een speciale mailing aan alle klanten. De malaise in de oliesector wordt die weken in de media weer breed uitgemeten. Door de gedaalde olieprijs duiden de winstcijfers; ook Santos rapporteert verliezen. De koers zakt verder weg, maar Okkerse ziet geen bedreiging in de betaling van de rente. Mede door goed puinruimen en een kapitaalinjectie bij Santos is de OK-Score zelfs terug op de oude plek: OK-klasse 2. Het advies aan de klanten van Het Effectenhuis blijft: KOPEN. Met de gedaalde koers liggen veel kapers op de kust – een overname van Santos door bijvoorbeeld het Franse olieconcern Total is reëel. Sterker, als Santos wordt overgenomen, mag de overnemende partij de obligaties direct tegen honderd procent aflossen. De koerswinst die ze dan binnen korte tijd realiseren is fors. KOPEN, dus. Waarom niet? Tot nu toe, op drie dieptepunten in de tijd, toen de markt alle geloof in energie en in Santos kwijt was, kochten ze meer papier. Steeds opnieuw richtte de koers zich op.



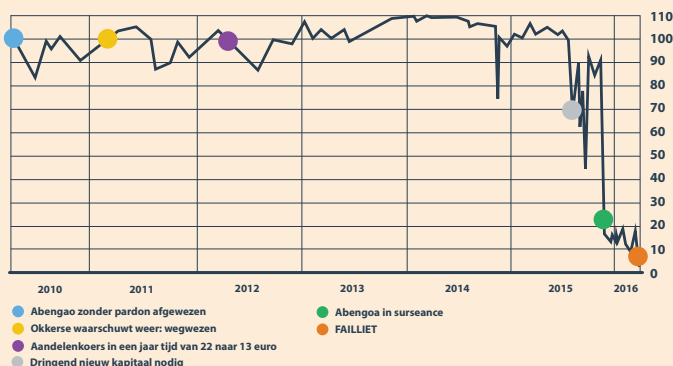
OK-ADVIES #6: OKKERSE VOORSPELT DAT ABENGOA DE ENRON VAN SPANJE WORDT

In 2010 komt Ron Boer, dan nog partner bij een andere vermogensbeheerder, in de markt een obligatie tegen van het grote Spaanse energiebedrijf Abengoa. De obligatie gaat gepaard met een voor die tijd nog bijzonder hoge couponrente. Hij vraagt in een mailtje aan zijn compagnon Okkerse of hij de lening eens wil beoordelen. Is Abengoa misschien iets om aan hun klanten aan te bevelen? Het gaat om een lening van 500 miljoen euro, een looptijd tot en met 2016 en een rente van maar liefst negen procent. Graag zijn reactie binnen een halve dag.

Binnen twee uur ontvangt Ron een reactie. 'Beste Ron, ik beschouw Abengoa als één groot zwart gat waarnaar mogelijk-kerwijs door autoriteiten nader onderzoek moet worden gedaan. Denk Enron, Parmalat. De OK-Score identificeert het volgende. Abengoa rapporteert winst maar heeft de afgelopen vier jaar verlies geleden. Slechts door eigen werk te activeren blijft er iets positief onder de streep over. Dit betekent dat elk jaar de resultatenrekening is opgeleukt met respectievelijk 167 miljoen euro, 270 miljoen euro, 215 miljoen euro en 437 miljoen euro. Bij elkaar circa 1,1 miljard. Dit bedrag komt aardig overeen met het bedrag aan opgevoerde *intangible assets* van 1,4 miljard. De OK-Scores van de onderneming komen uit op een 9 in 2006, en een 10 in 2007, 2008 en 2009. Samengevat: ik ontraad je ten zeerste een inschrijving in de obligatielening. Er zijn gelijkrentende leningen in de markt met een aanzienlijk lager risico, bijvoorbeeld met een OK-klasse 3. Het risico van een Abengoa-lening is zeer groot, ook

al wordt de schuld “gegarandeerd” door de onderliggende werkmatschappijen. Die zijn op hun beurt weer eigendom van de moeder, dus dat stelt niet veel voor. Het is mij dan ook onduidelijk waarop S&P en Moody’s hun BBB en Baa1 rating baseren. W.D. Okkerse MBA, CEO OK-Rating Institute.’

Ron ziet af van Abengoa. Een jaar later schrijft Okkerse op verzoek een vergelijkbaar advies aan de collega’s van een Gooise vermogensbeheerder. Maar in tegenstelling tot Ron schuiven zij het advies terzijde en kopen voor miljoenen Abengoa in. Ook in 2010, 2011, 2012, 2013 en 2014 verblijft Abengoa in OK-klasse 10. Eind 2015 wordt surseance van betaling aangevraagd. Onderdelen worden failliet verklaard, waaronder Abengoa Nederland. De obligaties verliezen negentig procent van hun waarde en de Gooise vermogensbeheerder moet ten koste van zijn klanten miljoenen afboeken. Inmiddels zijn de accountants van KPMG ingehuurd om onderzoek te doen. In de eerste veertien dagen ontdekken ze al 250 miljoen euro aan gerapporteerde kasposities die niet bestaan. Okkerse mailde er al over in 2010. Dan zijn de accountants nog maar net begonnen.





DE SCEPSIS, HET WEERWOORD

Er zijn sceptici, en er zijn medestanders. Er is ongeloof, onwil en vooral is er desinteresse. Waarom wil niet iedereen werken met de OK-Score? Wat denkt Willem Okkerse zelf?

Waarom duurt het zo lang voordat toezichthouders als de AFM en DNB, instellingen als de NBA, maar ook accountantsorganisaties, banken en kredietbeoordelaars de OK-Score op waarde weten te schatten?

‘Mijn beste antwoord? Ik weet het niet. Misschien is het ongeloof. Ze zien water branden. Marie Curie, die rond de eeuwwisseling polonium ontdekte, alsmede het atomaire proces van radioactiviteit – twee uitvindingen die haar na veel getouwtrek

twee Nobelprijzen zouden opleveren – stuitte bij de Franse Academie van Wetenschappen aanvankelijk ook op puur wantrouwen, onwil en dedain. U kunt door mensen heen kijken? Tuurlijk, mevrouwtje. Maar heren, u ziet het toch met uw eigen ogen? Kijk. Ik begrijp dat mensen iets eerst willen snappen voordat ze op de banken staan. Maar ze zouden op zijn minst contact kunnen opnemen en de OK-Score komen uitproberen. Ik ben bij de AFM langs geweest. Ik ben bij DNB langs geweest. Maar ik ben geen ijscoman, ik blijf het niet proberen. Laatst was ik bij een directeur van een grote bank op bezoek, in toch weer een poging aandacht te krijgen voor de OK-Score. Mijn vrouw Gerry was mee. Ik was nog geen tien minuten bezig met mijn presentatie of ik kon alweer stoppen. ‘Stopt u maar! Ja, nee, we hebben het al door hoor.’ ‘Ja, maar ik kan nog even...’ ‘Nee! U kunt ophouden.’ Gerry bemoeide zich ermee. ‘Willem, meneer heeft al wel door dat de OK-Score inderdaad werkt. Laten we de resterende tijd besteden aan de toepassingsmogelijkheden.’ De man keek naar de klok. Ik snap het deels. Het gaat ook om werkgelegenheid. Ik kom even binnenzetten en maak in één klap veertig analisten overbodig. ‘Wat is het rendement van uw analisten?’ vroeg ik nog. Dat wist hij niet. Hij zou de OK-Score op zijn minst een tijdje kunnen uitproberen door het als instrument aan te bieden aan zijn mensen. Houd het gebruik ervan verder binnenskamers, niemand hoeft ervan te weten. Vergelijk de resultaten dan eens. Dat lijkt mij voor de hand liggen, maar nee, hij had het ineens heel druk, er was een lunch waar hij heen moest en toen stond hij op. In vliegende vaart bracht hij ons naar de lift. Terwijl we op de lift wachtten, keek hij Gerry nog even aan. ‘Lastig hè, mevrouw.’ Dat waren zijn

laatste woorden. 'Wat is lastig dan?' Maar hij was al weg. Ik weet niet waar de weerstand in zit. Mijn persoonlijkheid? We mogen soms langskomen, maar men stelt geen vragen. Ik kan een paard naar de bron brengen, maar ik kan hem niet dwingen te drinken. Banken verdrinken in geld. Ze voelen niet de noodzaak om te innoveren. Maar pensioenfondsen met hun povere beleggingsresultaten moeten toch in de rij staan. Ik heb ze allemaal uitgenodigd. Kom bij mij de Drecht-methode doen! Knip het truitje door-midden en vergelijken maar. We nemen een van jullie fondsen, bijvoorbeeld een fonds ter waarde van vijfhonderd miljoen euro. Voor vijftig miljoen euro beleg ik volgens mijn methode, de rest doen we volgens jullie methode. Kijken wat er gebeurt. Na drie jaar trekken we conclusies. Nou, PGGM wilde me zo snel mogelijk weer de deur uit werken. ABP is nog wel langs geweest. Een collega van negen man boog zich over de resultaten. Ze geloofden het domweg niet. Ze wilden meer weten. Eisten een kijkje in de black box. Maar dat gaat nu eenmaal niet. Ik geef aan in welke ondernemingen ze moeten beleggen en in welke niet. Ik vertel er ook nog bij waarom. Ze mogen alleen niet ín die box kijken. Onacceptabel, vinden zij. De resultaten spreken boekdelen, maar het is niet genoeg.'

Vanwaar ook die geheimzinnigheid? Waarom bent u niet meer transparant en geeft u inzage in het algoritme? Dat zou veel weerstand wegnemen.

'Ken je het verhaal van Robert Oppenheimer? De natuurkundige die tijdens de Tweede Wereldoorlog de eerste kernwapens ontwikkelde. De vader van de atoombom. De vernietiging van

de Japanse steden Hiroshima en Nagasaki met zijn atoombom schokte hem. Na de oorlog maakte hij zich – tevergeefs – sterk om een kernwapenwedloop met de Sovjet-Unie te voorkomen. Hij heeft vreselijk spijt gehad van zijn werk. Als ik de details van de OK-Score publiek maak, gaan binnen de kortste keren vele kapers op de kust ermee aan de haal en gaan ze het kopiëren en misbruiken. Dan is de werking van de OK-Score niet meer beheersbaar. Als ik de code uit handen geef, bestaat het risico dat mensen er kwade dingen mee doen. Dat weet ik zeker. Ik moet er niet aan denken wat er gebeurt als speculanten short gaan in de eerste de beste onderneming met een mindere OK-Score. Zo kun je alles kapot speculeren. We hebben het hier over een financiële kernbom. Hier komt bij dat het patenteren van een wiskundige formule onmogelijk is. Verander één programmeerregel, en de OK-Score is niet meer uniek. En: moet Coca-Cola zijn topgeheime receptuur bekendmaken om Coca-Cola lekker te laten smaken? Kennen we de samenstelling van het Maggiblokje? Accountants zeggen dat ze, vanwege hun verantwoordelijkheid, de methodes die zij hanteren moeten kunnen verantwoorden. Ze eisen daarom inzage in de OK-Score, anders willen ze er niets mee te maken hebben. Maar neem Moody's en Standard & Poor's. Niemand weet hoe hun rating tot stand komt. Dat is een veel grotere black box. Ze presenteren louter en alleen de resultaten. Waarom zou ik het geheim van de smid moeten openbaren en zij niet? En wat is de toegevoegde waarde van het kunnen lezen van 125 wiskundige rekenregels? De uitslag verandert er niet door.'

Wat doet u eraan om de OK-Score zo transparant mogelijk te maken?

'Iedereen kan bij mij aankloppen met jaarcijfers van ondernemingen om de OK-Score te testen. Enkele journalisten en wetenschappers maakten van die mogelijkheid gebruik. Ze mochten zelf de data invoeren om te zien dat het werkt. De wetenschap vereist nu eenmaal dat elke OK-Score – als voorspelling – achteraf ook reproductief onderzocht kan worden en dient dan met dezelfde gegevens uiteraard ook dezelfde voorspelling op te leveren. Op deze wijze is een wetenschappelijke vergelijking met de ratings van kredietbeoordelaars ook probleemloos uit te voeren. De registeraccountants Jan de Rooy en Evert-Jan Lammers lichtten mijn doopceel en controleerden alles wat ik heb getest. Elke voorspelling die ik deed op basis van de OK-Score vond plaats in wat ze noemen *in tempore non suspecto*. Dat wil zeggen: ik sprak mijn verwachting uit in rustige, onverdachte tijden, dus ruim voordat de *business failure* plaatsvond. Van alle 69 voorspellingen van *business failures* is dat na te trekken. Lammers heeft uitvoerig onderzoek gedaan naar bijna drieduizend credit scores die zijn afgegeven door het OK-Score Institute. Zijn conclusie: de OK-Score werkt én is betrouwbaar. Van elke nieuwe OK-Score die ik afgeef, gaat standaard een kopie naar hem. Hij is overigens niet in dienst bij mij. Ook gaat een kopie van elke OK-Score naar Ron Boer en Wander Groot van Het Effectenhuis. Zij verstrekken bij elk positief advies aan hun klanten een uitgebreide toelichting, waarbij ook de OK-Score wordt vermeld. Alle OK-Scores worden bijgehouden in een database. Deze staat bij het European Rating House in Brussel. Tot slot brengt Het Effectenhuis elk maand aan de deelnemers in de fondsen verslag uit van de resultaten. De

fondsen zelf staan geregistreerd bij de AFM. Omdat we alleen beleggen in aandelen met OK-Scores 1 of 2, kan men daarmee, als men wil, ook zijn voordeel doen. Met gelegitimeerde voorkomenis. Het biedt je een voorsprong van anderhalf jaar op de markt, iets wat daarna in de resultaten zichtbaar wordt.'

INTERMEZZO

Marcel Pheijffer, hoogleraar Accountancy aan de Nyenrode Business Universiteit en hoogleraar Forensische Accountancy aan de Universiteit Leiden, is tevens raadsheer plaatsvervanger bij het gerechtshof in Den Haag. In zijn werk als forensisch accountant voor de Fiscale Inlichtingen- en Opsporingsdienst maakt hij met regelmaat gebruik van de OK-Score, onder meer bij de nasleep rond fraudezaken als Greenchoice en Innoconcepts. 'Ik ben niet zo van het reclame maken voor personen of producten. Verwacht dus geen ronkende teksten van mij. Willem Okkerse is heilig overtuigd van de werking van de OK-Score en van zijn gelijk. Hij komt op mij over als bijzonder gedreven, zelfs fanatiek. Maar dat de OK-Score krachtig is, bewijzen de cijfers. Met name het rendement van de OK-Score World Fund is indrukwekkend. De onderliggende kracht zit hem in de OK-Ratio en de 7750 relaties tussen posten in de jaarrekeningen die tot de OK-Ratio leiden. Hoe het model precies werkt, weet ik niet. Het moet de systematische en modelmatige aanpak zijn die het verschil maakt. Toch kan ik wel begrip opbrengen voor de argwaan en het ongeloof van bepaalde partijen. Het model

is gesloten. Dat beperkt nu eenmaal acceptatie. Maar het neemt niet weg dat beleggers en beleggingsinstellingen, financiële instellingen en accountants het model ter ondersteuning van werkzaamheden zouden kunnen hanteren. Ik kan me goed voorstellen dat partijen die daarvoor willen betalen meer inzicht krijgen in de achtergronden van het model.'

Na alles wat u hebt gedaan aan ontwikkeling en missiewerk voor de OK-Score komen de unieke voordelen ervan nu terecht bij rijke beleggers die er nog rijker van worden. Is het niet beter als ondernemingen hun licht bij u opsteken?

'In 2008 schreef ik aan Cees Smit van Today's Beheer, de voormalige beheerder van een OK-portefeuille, dat hij moest oppassen voor SBM Offshore. Met die onderneming leek toen nog weinig aan de hand, maar ik ontdekte een rommelpost van ongeveer honderd miljoen, waar ik uiteindelijk een verklaring voor vond. Denk erom, schreef ik, ik ben honderd miljoen kwijt. Stel, je bent SBM Offshore en je moet regelmatig een booreiland opleveren. In de landen waar jij werkt, kun je niet om steekpenningen heen, maar daar brand jij liever niet je vingers aan. Je bent een eerste klas debiteur en werkt met waterdichte contracten. En dus ga je netjes naar de bank voor een lening. Ik moet een booreiland opleveren. Een Nederlandse bank vraagt dan 5% rente. Aansluitend sluit je de lening af bij een bank - weliswaar AA gerated - in Verweghistan tegen 7% en voila, dan heb je 2% extra marge om die via Verweghistan eventueel voor steekpenningen te gebruiken. Die twee procent kwam precies overeen met de honderd

miljoen die ik nog miste in hun jaarrekening. Tegen de tijd dat uitkwam dat ze daadwerkelijk met steekpenningen werkten, was dat bedrag verder opgelopen. Maar voor die tijd ben ik nog bij het hoofdkantoor van SBM Offshore op bezoek geweest. Ik zie liever dat het bestuur iets met deze kennis doet dan speculanten. Alleen het hoofd communicatie wilde mij ontvangen. Ik vertelde hem dat SBM niet op de lijst stond waarin wij wilde investeren. Hij reageerde zeer afhoudend. Als hoofd communicatie zou ik dan gevraagd hebben 'Waarom niet?' De financiële man kreeg ik niet te spreken, die zetelde in Monaco. Wat op zich al niet slim is, daarmee creëer je al een bepaald beeld van je onderneming. Uiteindelijk zijn ze veroordeeld tot het betalen van een miljoenbedrag aan de gedupeerden. Dit nu tekent mijn dilemma. Liever help ik zo'n bedrijf, en help ik om die productie en werkgelegenheid te bewaken. Liever assisteer ik het bestuur met het treffen van maatregelen. Maar als men niet wil horen, kan zo'n rotte appel er maar beter uit worden gepikt. De zwakke broeders kunnen beter failliet gaan. De markt kan niet bestaan uit louter winnaars, we hebben ook verliezers nodig. Dat principe geldt trouwens ook voor de OK-Score als beleggingsinstrument. De OK-Score zou niet meer werken als iedereen erover zou beschikken, want dan zou iedereen alleen nog maar zijn geld stoppen in ondernemingen met een OK-Score 1 of 2. De rest zou wegglijden. Daarom bedien ik alleen de klanten van Het Effectenhuis. In tegenstelling tot andere beleggingsfondsen maken wij de belegger deelgenoot van het beleggingsproces. Onder meer door met dit boek alles uit de doeken te doen. Bij ons weet de belegger wat er gebeurt. Dat is pas echt transparantie.'

OK-VOORSPELLING #10

2006 *Okkerse vermoedt corruptie bij SBM Offshore*

2013 *Het OM stelt corruptie vast bij SBM Offshore*

Hoewel SBM Offshore, een al jaren slecht presterende multinational die installaties op zee produceert voor de productie en opslag van olie- en gasproducten, over de jaren 2004 en 2005 nog een OK-Score van 10 behaalde, klimt de onderneming in 2006 ineens naar de betere klasse 7. Okkerse krabt zich achter de oren. Nu ze opgang maken in de OK-klassementen, wil vicepresident Investor Relations Hans Peereboom hem wel even ontvangen. Het is maart 2006. Het gesprekje leidt tot niet veel meer dan het beleefd aanhoren van de inzichten die Okkerse hem gratis aanreikt. Weer thuis tikt Okkerse meteen een mailtje naar Cees Smit van Todays Beheer, een vermogensbeheerder met wie hij op dat moment samenwerkt en die een aandelenportefeuille beheert op basis van de OK-Score. 'Cees. SBM gaat van 10 naar 7. Maar er blijven zich vreemde verschijnselen voordoen. Ik was bij Peereboom en ik vertelde dat zij niet langer op de *investables* voorkwamen. Reden (die ik niet verteld heb) was dat ik honderd miljoen *not accounted* heb ontdekt (net als destijds bij Ahold). Ik kan (nog) geen verklaring vinden. Wel zie ik op de balans leningen staan van derden. Die worden met countergaranties gedekt door partijen als Shell en Exxon. Toch betaalt SBM 2 tot 2,5 procent boven Euribor. Vreemd, met zulke krachtige contractpartners. Trouwens, 2 procent van deze schuld is honderd miljoen... Zouden deze constructies misschien gebruikt worden voor het

smeren van de corrupte regimes in de landen waar zij opereren, terwijl grote jongens als Shell en Exxon, die gebonden zijn aan een *code of conduct*, doen alsof hun neus bloedt? Ondanks de verbetering in OK-klasse krijg ik er een vieze smaak van in mijn mond.' Smit zet SBM Offshore meteen op de zwarte lijst, maar in de rest van de beleggingswereld heeft niemand een probleem met het aandeel. Ook Okkerse ziet zijn wantrouwen vooralsnog niet terug in de OK-Score. In de jaren 2007, 2008, 2009, 2010 en 2011 blijft de onderneming wonderwel uit OK-klasse 10. In 2012 en na de halfjaarcijfers van 2013 ten slotte duikelt SBM alsnog terug naar OK-klasse 10. In oktober 2013 publiceert een anonieme ex-werknemer van SBM op Wikipedia een document waaruit naar voren komt dat SBM tussen 2005 en 2011 ruim 250 miljoen dollar aan steekpenningen betaalde in diverse landen. Uit onderzoek onder leiding van het OM blijkt dat inderdaad ongeoorloofde schenkingen zijn gedaan aan ambtenaren in Equatoriaal Guinea, Angola en Brazilië. SBM Offshore schikt in de buitenlandse corruptiezaak voor 240 miljoen dollar met het OM. De zaak leidt bijna tot een bankroet. In 2013 is een gedwongen aandelenemissie onontkoombaar.

In de analyses die vooraf gaan aan elke OK-Score richt uw model zich sterk op de balansverhouding van een onderneming. Nu was een slechte balans de laatste twintig jaar inderdaad het zwakke punt bij ondernemingen en de oorzaak van ellende. Ook bent u in uw oordeel kritisch op snelle expansie met te scherpe financiering. Is dat nu nog wel aan de hand?

‘De drang om snel te groeien en over te nemen zal altijd blijven bestaan. En op zich is er niets mis met een overname met geleend geld, maar alleen als je een jarenlange stabiele cashflow hebt. Dat geldt voor ondernemingen met OK-klasse 1 of 2. Bij elke klasse behoort een palet aan strategische opties. Zit je in klasse 1? Dan heb je de vrijheid om te innoveren, of je kunt verticaal integreren, en je kunt zelfs een conglomeraat gaan vormen. Zit je in OK-klasse 2? Dan kun je aan productontwikkeling doen en aan horizontale diversificatie. Voor het overnemen van een concurrent, wat neerkomt op horizontale diversificatie, mag je niet lager dan in klasse 2 zitten. Zit je in 3 en doe je het toch? Dan roep je de ellende over je af. Zo simpel is het. Hebben bestuurders geleerd van de vele rampzalige overnames van de afgelopen jaren? Dat hoop ik, maar als dat al zo is, maakt dat mijn model niet minder valide. Neem Wessanen. Zat in OK-klasse 10, maar in tegenstelling tot veel andere ondernemingen met die score volgden zij zonder het te weten dezelfde weg als mijn analyse. Ze verkochten slecht lopende onderdelen en veerden op naar OK-klasse 8. Zie de hoeveelheid eigen vermogen waarmee je expansie wilt financieren als een richtingaanwijzer. Wil je linksaf, maar heb je de richtingaanwijzer niet aan? Dat kan even goed gaan. Dit geldt ook voor rechtsaf. Begin dus eerst eens te voldoen aan die simpele veiligheidsvoorwaarde. Wil je serieus gaan innoveren en vijf of tien procent van je omzet aan die strategie besteden? Dat is echt alleen weggelegd voor ondernemingen in OK-klasse 1; voor alle andere is het gedoemd te mislukken. Het succes hangt geheel van je vertrek-situatie af. Vertrek je van een korte landingsbaan? Met een grote kist snel optrekken? Net als in de luchtvaart: dat kun je schudden.’

Stel, de OK-klasse van een onderneming is al jaren 5 of 6. Toch gaat het bedrijf ineens failliet omdat de marktomstandigheden veranderen of omdat de bank de kredieten niet verlengt. Is een OK-klasse van 10 wel voldoende voorwaarde voor een debacle?

‘Een bankroet komt nooit zomaar uit de lucht vallen. Patrick Beijersbergen, hoofdeconoom van de Vereniging van Effectenbezitters (VEB), beweerde in 2008 dat dit wel kan. Hij wilde de cijfers van LCI invullen, een technologiebedrijf dat in 2001 failliet ging. Een voorspelling achteraf dus, *backtracking* heet dat. Om te zien of de OK-Score het faillissement had kunnen voorzien. Prima. Toen ik hem opzocht en mijn externe schijf aankoppelde, vroeg ik naar de jaarcijfers van LCI. ‘Wat bedoel je?’ ‘We moeten de cijfers over vijf boekjaren van LCI voor 2001 invullen, anders gaat het niet.’ Nou, die cijfers had hij niet. Ik had ze gelukkig wel bij me, dus we konden aan de slag. Onder toezicht van een ingehuurd advocaat om de getrouwheid van het een en ander te kunnen bevestigen. Beijersbergen – een fervent criticus van de OK-Score – zou zich dan later niet van de feiten kunnen distantiëren. De uitkomst was als volgt. Over de boekjaren 1995 tot en met 1999 kwam LCI op een OK-Score van 5, 5, 9, 10 en 10. Er was sprake van sterk afnemend eigen vermogen, afnemende verspilling en een toenemende rommelpost. Op 17 december 2001 ging LCI failliet. Over de jaarcijfers 1998, ofwel begin 1999, zouden alle alarmbellen van de OK-Score zijn afgegaan. Dat is tweeëneenhalf jaar voor dato. Maar Beijersbergen zag het anders. Mijn claims waren te absoluut, het was een illusie om de markt te verslaan, de werkelijkheid was niet voorspelbaar. Tja, wat is absoluut? Kijk naar het track record. Van de 70 business failures voorspelde ik

er 69 met een OK-Klasse 10 en één met een OK-Klasse 9. En toch kun je de markt niet verslaan? Ik heb aangetoond dat wanneer je een indexportefeuille samenstelt waarbij je de slechte ondernemingen uit de index elimineert, een verdubbeling van het rendement met een lager risico dan die index mogelijk is. Met OK-portefeuilles verslaan we al dertien jaar de markt. Bij de VEB wilden ze weten hoe we dat flikken. Men wil in het model kijken. Terwijl het bewijs al is geleverd. Ik boek resultaten. Ik kies liever voor een MRI-scan dan voor aderlaten.'

INTERMEZZO

Edgar Ludoph, voormalig directeur van Essent Netwerk Noord en nu managing director bij het Indiase Suzlon Energy, vroeg in 2005 aan Willem Okkerse of hij een OK-analyse wilde maken van energiebedrijf Essent. 'Het sterkste punt van de OK-analyse is dat Willem gebruikmaakt van de cijfers die door het bedrijf zelf zijn gepubliceerd. Daar valt dus niet over te twisten. En de wijze van rapporteren is duidelijk en overzichtelijk. Op het hoofdkantoor van Essent stond men uiterst vijandig tegenover hem, maar hij toonde zich standvastig en praatte met verstand van zaken. Vooral het voorspellende karakter van de OK-Score fascineert me. Bestuurders die wel te goeder trouw zijn, kunnen er hun voordeel mee doen en tijdig maatregelen nemen. De intelligentie van de methode doorgrond ik niet. De basisgedachte is echter dat in een onderneming alles met alles in verband staat. Dat geldt kennelijk ook voor de cijfers

in de jaarrekening. Als je die verbanden weet te doorgronden, en in een veelomvattende theorie weet om te zetten, ben je buitengewoon getalenteerd. Blijkbaar is hij in staat om voor het blote oog onzichtbare relaties bloot te leggen. Toch is er nog veel ongeloof en argwaan. Bijna niemand omarmt de OK-Score. Eerst zien, dan geloven. Mensen handelen vanuit hun eigen denkwereld. Als ze de OK-Score niet begrijpen, bestaat de OK-Score niet. Mensen op dit niveau zien zichzelf als beter en slimmer dan anderen. *Not invented here*. Maar de ellende bij ondernemingen tot op de dag van vandaag toont zijn gelijk aan. Een probleem, zei Einstein, kun je niet oplossen vanuit hetzelfde denken dat tot het probleem heeft geleid. Maar de voornaamste zorg van Willem is dat de voorspellende kracht van de OK-Score omslaat in een vernietigende kracht, waarbij speculanten ondernemingen kapot speculeren. Dat snap ik wel. Toch moet het mogelijk zijn om de OK-Score te introduceren in de banksector, want daar is het echt nodig. Willem is een wereldverbeteraar. Maar hij wil ook graag erkenning. De methode verdient wijd gebruik van zijn methode. Acceptatie van de OK-Score zal langs de weg der geleidelijkheid lopen, en dat vergt geduld en een groot incasseringsvermogen.'

OK-VOORSPELLING #11

2005 *Okkerse maakt geen vrienden bij Essent*

2009 *Het Duitse RWE koopt met Essent kat in de zak*

Edgar Ludoph, directeur Regio Noord van het grootste energiebedrijf van Nederland Essent maakt zich zorgen over de financiële situatie van zijn werkgever en vraagt aan Okkerse of hij de OK-Score eens op de onderneming wil loslaten. Op 28 februari 2005 rondt Okkerse zijn rapport af en stuurt het naar Ludoph. Die stuurt het op zijn beurt door naar Essent-topman Michiel Boersma, die onder vuur ligt vanwege zijn voor een nutsbedrijf wel erg hoge beloning van 1,8 miljoen euro. Boersma weet niets van een rapport. Willem Okkerse? Hij werpt er een blik op, schuift het gauw terzijde. Tijdens de presentatie enige tijd later zwijgt Boersma. Hij komt op Okkerse over als een slang die nauwelijks aanwezig de boel bespiedt totdat hij kan toeslaan. Als Okkerse bij de conclusies is, heeft hij zich nog altijd niet veroerd. Okkerse leest voor: 'Onze observaties kunnen als volgt worden samengevat. 1. De accountant. Het is niet aan ons de accountant van Essent te kapittelen. Desondanks kunnen wij ons niet aan de indruk onttrekken dat het soms bewust diffuus geschetste beeld aanzienlijk kan verbeteren. Dat een bij de wet verboden afschrijvingsmethode wordt gesanctioneerd, achten wij een grove omissie. 2. Transparantie. Een onderneming die met de mond belijdt transparant te zijn moet dat ook in het jaarverslag uitdragen. Echter er wordt juist een diffuus beeld gecreëerd, belangrijke informatie wordt het publiek onthou-

den. Neem de *off balance* aangegane verplichtingen. Kunstig en interessant. Slechts één regeltje in het jaarverslag wordt eraan besteed. Maar het gaat wel om meer dan een miljard aan leaseconstructies die buiten de balans worden gehouden; zekerheden die op gasstations en netwerken zijn weggegeven. Dat is eigenlijk vreemd vermogen. Dat dient u te melden op de balans. 3. Tot slot de vitaliteit. Essent heeft rijp en groen gekocht en heeft het even snel weer afgeschreven. De gegenereerde opbrengst is onvoldoende om de rentelasten te dekken. Dat is ernstig, zeer ernstig.' Boersma verroert zich niet.

Boersma laat het stellen van vragen over aan financiële man Rinse de Jong en de voorzitter van de auditcommissie. De sfeer is zeer vijandig, beide mannen vinden dat zijn analyse niet klopt. De discussie lijkt Boersma te ontgaan. Of gaat het boven zijn pet? Verveeld bladert hij naar de naam van de afzender van het stuk, de man voor het scherm. Willem D. Okkerse MBA? Die kerel waar hij nu al meer dan een uur van zijn kostbare tijd naar zit te luisteren heeft dus ongevraagd de cijfers van zijn Essent doorgenomen. Hij heeft alle jaarrekeningen van 1999 tot en met 2004 uitgetrokken en constateert doodleuk een solvabiliteit van slechts vijf procent en een zo mogelijk nog slechtere OK-Ratio. -35.031.510 om precies te zijn, maar dat getal zegt Boersma niks. En de OK-Scores, of wat dat ook zijn, zijn in die jaren hard gekelderde. Van eerst nog een 4 naar achtereenvolgens 8, 10, 10, 10, 10. 'Het oordeel,' schrijft Okkerse tot slot dreigend. 'Essent bevindt zich in desintegratiefase. De situatie kan nu elk moment fataal worden.' Ons beleid, onze financiering. Wie denkt hij wel dat hij is? Kunnen ze hem geen proces

aandoen? Voor smaad of zo? Het eerste wat Boersma doet als hij weer terug is in zijn kamer, is zich laten doorverbinden met Ludoph. 'Ludoph? Waarom heb je mij niet ingeseind? Waaróver? Dat dit ernstige rapport eraan kwam?! Of ik er niet blij mee ben? Man, je bent ontslagen.' Vervolgens wordt accountant Paardekooper en Hoffman gebeld, hetzelfde bureau dat ooit het model van Okkerse wilden kopen. Boersma heeft daar echter geen weet van. Ze doen een counterexpertise, maar links, rechts of er dwars doorheen, wat ze ook doen, het lukt hun niet om een gat in het rapport te schieten.

In de jaren erop neemt de stress bij Essent toe. De voorgenomen fusie met concurrent Nuon tot een grote nationale energiegigant ketst jammerlijk af, onder meer omdat Nuon en Essent na wederzijds boekenonderzoek weinig vertrouwen hebben in elkaars cijfers, en elkaar het licht in de ogen niet gunnen. In 2009 ziet de top van Essent ten slotte geen andere optie dan zich maar volledig door het Duitse RWE te laten overnemen, en in ruil voor soepele medewerking miljoenen aan persoonlijke overnamebonussen te incasseren. RWE krijgt al gauw spijt als haren op het hoofd. In de jaren erop moet worden afgeschreven op precies die posten die Okkerse al had aangevinkt.



BIJZONDERE TOEPASSINGEN

Wat begint met de fascinatie van een eigenwijze bedrijfskundige voor de diepere betekenis van getallen, de betovering van het idee dat de jaarlijkse, zichtbare stroom van cijfers ons iets wil vertellen, ons kan helpen bij het oplossen van problemen die verborgen liggen in de lagere stromen van een onderneming, de goederenstromen, de gegevensstromen en de bestuurlijke processen, eindigt na jaren van onderzoek en ontwikkeling in drie beleggingsfondsen die jaar na jaar de markt verslaan. Hoe een logistiek expert tegen wil en dank een beursgoeroe werd. Het ging nooit om snel geld verdienen op de beurs, om plat speculeren. De vervolmaking van de OK-Score was een maatschappelijke taak. Het was hem om de

continuïteit van ondernemingen te doen. Bestuurders, commissarissen en accountants waren ermee geholpen. Ze konden van een afstandje naar hun onderneming kijken, erdoorheen kijken, de problematiek scherp stellen.

Zeventien jaar nadat het model operationeel is geworden, zijn 2800 ondernemingen doorgelicht en zijn er 2800 OK-Scores toegekend. Elke dag worden hier nieuwe OK-Scores aan toegevoegd. De reikwijdte van de OK-Score neemt steeds verder toe. Een vergelijking. De 25 aan de AEX genoteerde ondernemingen vertegenwoordigen samen 600.000.000.000 euro aan beurswaarde. Een accountantsorganisatie als PriceWaterhouseCoopers controleert daar jaarlijks 150.000.000.000 euro van. Dat is een kwart. De OK-Score monitort jaarlijks wereldwijd bijna 10.000.000.000.000 euro. Dat is 66 keer zoveel.

Het is er tot nu toe niet van gekomen, maar de OK-Score zou een ondersteuning kunnen zijn voor accountantskantoren bij hun jaarlijkse boekenonderzoek. Wat dit betreft, lijkt het tij te keren. In 2008 nog sprak Okkerse met de directeur van de Nederlandse Beroepsvereniging van Accountants (NBA, het voormalige Nivra) over de mogelijkheden van de OK-Score. Het leidde tot niets. Maar in het in 2015 verschenen NBA-rapport *In het publiek belang*, de blauwdruk voor de toekomst van de accountants, staat dat in de toekomst misschien gebruikgemaakt zou kunnen worden van de OK-Score. Het is geen tekst van de NBA zelf, het is een citaat uit *Het Financieele Dagblad*. 'Accountants kunnen wel wat hulp gebruiken bij het bestuderen van de glazen bol. Die hulp is er in de vorm van mathematische voorspellingsmodellen zoals

de Z-score van de Amerikaanse hoogleraar Edward Altman, of de OK-Score van de Nederlander Willem Okkerse.’

Na zeventien jaar dan toch. We worden wakker in zijn woonkamer. Tegenover hem de concertvleugel van Gerry, majestueus de ruimte innemend. Het ijle licht boven de polder zet de zwarte lak in een olieachtig schijnsel. Op de vleugel een notitieblokje. Daarin noteert zij elke dag ouvertures en componisten. Ze oefent voor de recitals die zij geregeld voor gezelschappen geeft. Hij zou dat niet kunnen. Hij heeft een vorm van dyslexie die hem het noten lezen bemoeilijkt. Hij is trouwens meer van de jazz. In een donker hoekje achter hem: zijn elektrische piano. In verloren uren spelen ze graag samen. Als zij begint en hij glunderend invalt, zijn z’n gedachten heel even elders. Na zestien jaar dan toch.

Houd hem dit voor en kijk hem aan; hij haalt er zijn schouders over op. Niet uit vermoeidheid of desinteresse – hij weet niet hoe zich moet verhouden tot erkenning. Enerzijds is hij er blij om. Anderzijds is hij misschien toch een beetje moegestreden en wordt hij soms overvallen door een gevoel van zinloosheid, een akelig gevoel dat hij maar het best kan vormgeven met een quasi-ongeïnteresseerd schouderophalen. Is de erkenning van de accountantswereld belangrijk? Dat heeft hij nooit beweerd. Hij vindt het alleen zo jammer dat ze niet gebruikmaken van zijn uitvinding. En dan begint hij alweer door zijn paperassen te bladeren. Op zoek naar het zoveelste bewijs van zijn gelijk, het zoveelste schokkende materiaal dat hij in de loop van de jaren heeft verzameld en de OK-Score op zijn minst het voordeel van de twijfel zou moeten geven. Neem nou die schikking die Ernst & Young in 2013 trof in de Landis-zaak. Dat heeft ze bijna

vijftig miljoen euro gekost. Had hij al gezegd dat hij al in 2001 voorspelde dat Landis failliet zou gaan? Of neem de schikking van Deloitte in 2015 inzake Innoconcepts van 18 miljoen euro. Dan heeft hij het nog niet over de claims die zullen volgen. Voor een fractie van dat geld had hij graag een OK-Score voor hen berekend. Het is zo zonde van het geld allemaal. Het dikke pak papier op zijn schoot. Aan zijn voeten nog meer stapels. Hij strekt een been. Hij heeft kramp. Te lang gezeten, te veel nagedacht. Hij moet een rondje lopen.

VOORSPELLING #12

2001 *Okkerse voorspelt fraude en faillissement van Landis*

2002 *Landis gaat failliet en blijkt fraude te hebben gepleegd*

Drieduizend bezoekers van het Rienk Kamer Beleggerscongres in november 2001 in het Congresgebouw in Den Haag zijn bijna in slaap gevallen als de laatste spreker van de dag het podium bestijgt. Willem D. Okkerse van ITLC - Associates mag de werking van een nieuwe vinding komen uitleggen. Hij zou graag gebruik willen maken van de gelegenheid om wat reclame te maken voor zijn model, want hij zoekt beleggers voor een fonds dat belegt op basis van deze OK-Score. Ongelovig gegniffel stijgt op uit de zaal. Gestommel van de eerste bezoekers op weg naar de uitgang, de bitterballen. Tot slot gunt Okkerse, als extraatje, zijn gehoor een tip. Een waarschuwing is het eigenlijk. De allereerste waarschuwing op basis van de OK-Score,

real life. Want sinds de OK-Score in het jaar 2000 het licht zag, heeft hij al aardig wat faillissementen voorspeld – maar steeds achteraf, toen die faillissementen al een feit waren. Maar nu heeft hij de jaarcijfers van automatiseringsbedrijf Landis vooraf ingevoerd. Landis is niet failliet. Nog niet. Het is een onderneming met ogenschijnlijk goede resultaten. Een onderneming in onverdachte tijden. Wel is bekend dat Landis na de beursgang in 1998 op grote schaal acquisities heeft verricht. In 2000 is de onderneming uitgegroeid tot een complex concern van veertig vennootschappen. Maar dit interesseert Okkerse op zich niet zo. Hij mist in zijn berekeningen bedragen. Grote bedragen. Hij komt op een forse post *not accounted for* uit, en ook de solvabiliteitsratio en de OK-Ratio duiden op ernstige problemen. Op basis van de cijfers over 2000 verleent hij Landis dan ook het predicaat OK-klasse 10. Dit wil zeggen dat binnen een tot drie jaar een faillissement mogelijk is. Het is dan 2001, een jaar na het uiteenspatten van de technologieluchtbel op de beurs, en veel beleggers denken dat Landis hier als een van de weinigen aan gaat ontkomen. Toch krijgen de congresbezoekers de waarschuwing mee naar huis om vooral niet in Landis te beleggen. Een goed jaar later, medio 2002, zien eindelijk ook de banken dat er iets niet klopt. Ze zeggen een kredietfaciliteit van 175 miljoen euro op. In datzelfde jaar wordt Landis failliet verklaard. 3212 mensen verliezen hun baan. Okkerse stelt de curatoren zijn rapportage uit 2001 ter beschikking. Ze concluderen dat Landis door misleiding ten onder is gegaan. Zowel winst als eigen vermogen werd te rooskleurig voorgesteld. Niet alleen de directieleden, maar ook accountantskantoor Ernst & Young

(E&Y) wordt veroordeeld. E&Y blijkt ten onrechte goedkeurende verklaringen te hebben afgegeven over de cijfers van 1999 en 2000. Jaren later en processen verder, in 2013, moet E&Y 45 miljoen euro schadevergoeding neertellen. Okkerse verneemt het nieuws uit de krant. Voor een fractie van dit bedrag had hij graag eens de OK-Score van Landis voor E&Y berekend. Twaalf jaar eerder. *In tempore non suspecto*, onverdachte tijden. Toen er nog geen vuiltje aan de lucht was.

Hij zit weer. En bladert. Hij heeft zijn punt nog niet gemaakt, zo komt hem voor. Hij kan wel blijven praten. Er is nog zoveel werk te verzetten. De vier grote accountantsorganisaties – PwC, KPMG, Ernst & Young en Deloitte – maken wereldwijd elk gemiddeld zo'n 25 miljard omzet. Rekening houdend met meer misleunen en claims in de toekomst moeten ze ongeveer tien procent van de omzet in een stroppenpot opnemen. Dat komt neer op 2,5 miljard euro. Van dat bedrag is ongeveer veertig procent bestemd voor claims naar aanleiding van faillissementen die ze niet hebben voorzien, ondernemingen waarvan ze de jaarcijfers goedkeurden zonder een waarschuwing. In totaal 1 miljard euro zijn accountants kwijt aan de faillissementen die ze niet zien aankomen. Stel nu bijvoorbeeld dat hij niet 98 procent maar de helft van die faillissementen kan voorkomen? Dan zou dat de accountants 500 miljoen euro besparen. Per jaar. Dan wil je voor een paar duizend euro toch wel een OK-Score laten uitrekenen? Of had hij dit al eens eerder gezegd? Maar hij moet blijven praten. Er vinden inmiddels gesprekken plaats, in hoge kringen lijkt men

eindelijk naar hem te gaan luisteren. Een van de vier grote accountantsorganisaties heeft interesse. De gesprekken gaan mogelijk nog lang duren. Hun insteek is tot nog toe uitsluitend gericht op de kosten, niet wat er bespaard kan worden. Het zou goed zijn als ze zich bewust worden van het bespaarpotentieel. En niet alleen voor accountants kan de OK-Score van waarde te zijn. De maatschappelijke betekenis is in potentie eindeloos. Banken en andere financiers kunnen de OK-Score gebruiken als toets bij het doorlichten van ondernemingen en het verstrekken van krediet. Ondernemingen op overnamepad kunnen overnamekandidaten identificeren. Kredietbeoordelaars kunnen de betrouwbaarheid van hun ratings sterk verbeteren door niet langer af te gaan op meningen maar op cijfermatige oordelen, waardoor ze een minder grote veiligheidsmarge hoeven in te bouwen en ze gemiddeld goede ondernemingen niet langer van tevoren hoeven uit te sluiten van een goede rating en daarmee van financiering. Beurstoezichthouders kunnen fraudes en andere debacles voorzien en tijdig ingrijpen. Het Openbaar Ministerie, de politie en curatoren kunnen de ondersteuning van de OK-Score invoeren bij aansprakelijkheidsbeoordelingen van bestuurders bij faillissementen. En ja, de OK-Score is tevens uitstekend hanteerbaar bij beleggen op de beurs.

VOORSPELLING #13

- | | |
|------|--|
| 2012 | <i>Okkerse betwijfelt of Grontmij koninklijke status haalt</i> |
| 2015 | <i>Overname Grontmij, krijgt geen koninklijke status</i> |

In februari 2012 schrijft Okkerse in zijn column voor *De Financiële Telegraaf* een stukje over Grontmij. Het ambitieuze ingenieursbedrijf is opgericht in 1913, heeft nog maar één jaar te gaan en dan mag het zich eindelijk koninklijk noemen. In het boekjaar 2010 is Grontmij echter geduikeld van OK-klasse 5 naar OK-klasse 9. Nog net geen OK-klasse 10, nog net niet genoeg voor een faillissementswaarschuwing. Wel had het Okkerse een uitgelezen moment geleken voor de raad van de commissarissen van Grontmij om al in maart 2011 een forse ingreep te plegen. In dat jaar zakt Grontmij al naar OK-klasse 10. 'Haalt Grontmij de Koninklijke Status?' schrijft Okkerse plagerig. 'Dan moet aan twee voorwaarden worden voldaan. Ten minste honderd jaar bestaan én aantoonbaar stabiel zijn en een goede financiële reputatie hebben.' Omdat de winst dit jaar is gehalveerd, kunnen de ambitieuze groeiplannen alleen worden verwezenlijkt met wilde acquisities. Volgens Okkerse een veeg teken, waarop commissarissen vaak onvoldoende alert zijn. Een grote overname dit jaar blijkt inderdaad geen succes en eind 2011 breiden de financiële problemen zich verder uit. Okkerse adviseert Grontmij te saneren en de financiën op orde te brengen, zodat in 2013 aan de majesteit een majesteitelijke balans kan worden getoond. Maar zowel in 2012 en 2013 als in 2014 verblijft Grontmij nog steeds in OK-klasse 10. Uiteindelijk, in 2015, wordt Grontmij overgenomen door het Zweedse Sweco. Grontmij bestaat niet meer. Niet onder die bijna koninklijke naam. Vlak voor de finish is het predicaat 'koninklijke' aan Grontmij voorbijgegaan. Voor altijd.



COLRUYT 2016: HOE WE ZELF DE OK-SCORE TESTEN

Juli 2016. Weidevelden zover het oog reikt onder soeverein voorbij varende wolkenarmada's. We bewegen ons door zijn woning. We nemen voor de verandering eens niet plaats in de woonkamer, tussen de keurig ingerichte boekenkasten en de zwijgende concertvleugel, maar nemen de trap naar boven, naar zijn werkkamer. We staan aan een hoekbureau. Vrij uitzicht op de kleipolders. Beneden in de tuin een speeltoestel voor zijn kleinkinderen.

Aan de wand achter zijn rug een genummerde ets van de Watersnoodramp van 1953. Een mooi beeld, potloodgrijs, somber en angstaanjagend. Hij slaat er geen acht op. Hij zit al te tikken.

Tegenover hem een zachtmoediger, vrolijk stemmend werk, dat hij ook niet ziet: een wazig, impressionistisch veld met klaprozen. Op het bureau staan twee computers, links een werkcomputer, rechts de standalone. Deze laatste draait nog op een oud maar stabiel XP-systeem, en is veiligheidshalve niet aangesloten op internet. Naast het toetsenbord printjes van de vijf laatste jaarrekeningen van de Belgische supermarktketen Colruyt. Zo van internet geplukt. Tot slot heeft hij de kluis, waarin de kopie van het programma en het model van de OK-Score worden bewaard, open gekregen. Het waren niet de batterijen. Het motortje van de kluis was stuk.

Op de standalone is de software inmiddels geladen. Op het scherm is het rekenprogramma Excel geopend, een leeg spreadsheet gaapt ons aan. Niks fancy software, niks snelle interface. Aan het schrijven van de programmaregels is geen programmeur te pas gekomen. De voorspellende gaven van de OK-Score doen zich voor in de banale gedaante van een spreadsheet van Excel.

Op deze plek gebeurt het dus. Hier onderwierp hij talloze ondernemingen aan zijn inspecties, van hieruit zendt hij dagelijks zijn OK-Scores de wereld in, als altijd voorzien van commentaar en, in het geval van een OK-Score 9 of 10, de bijgaande waarschuwingen. De meeste berichten zijn gericht aan Ron en Wander van Het Effectenhuis. Soms schrijft hij er een column over voor *De Financiële Telegraaf* of voor zijn blog. Dat doet hij omfloerst, in bedekte termen, rekenend op de goede verstaander. Hoewel in de dagelijkse mails naar Boer en Groot de spetters rond zijn OK-analyses er onverminderd af vliegen, formuleert hij zijn publieke voorspellingen niet langer zoals hij dat in het begin wel eens

deed, in de tijd van zijn publieke waarschuwingen voor Ahold of Delhaize. Hij wil geen betweter zijn. Hij spreekt nu als een analist. Hij verpakt zijn feiten als meningen. Niet langer wijzend, maar bij zichzelf blijvend. Hij is een van de vele meningen, gewoontjes en inwisselbaar. Een mening hebben mag. Hij wil niet worden aangeklaagd voor laster. Hij zit niet te wachten op claims. Hij is zeventig.

Als ze in Nederland niet willen luisteren, dan luisteren ze maar niet. Binnenkort staan presentaties in Londen en Zuid-Afrika op het programma. Hij volgt het Nederlandse bedrijfsleven hoe dan ook niet meer zo goed. Van de 25 ondernemingen in de AEX heeft hij er nog maar vier in portefeuille. Akzo, DSM, Shell en ASML hebben een OK-Score van 1 of 2, de andere 21 zijn bank- of verzekeringsaandelen, of niet goed genoeg. Voor groeiaandelen, fondsen met een iets lagere maar nog altijd beloftevolle OK-Score, heeft hij geen tijd meer. Er zitten maar 24 uur in zijn dag. Hij heeft zijn handen vol aan de 150 ondernemingen wereldwijd die hij op de voet volgt, ondernemingen waarvan de aandelen of obligaties deel uitmaken van de klantportefeuilles van Het Effectenhuis of van de drie beleggingsfondsen. Toch ontgaat hem weinig. Vanmorgen vroeg nog, om halfzeven, waarschuwde hij in een mail aan Ron en Wander voor een paar kleinere, Duitse fondsen. Een daarvan is drankenconcern en familiebedrijf Underberg, bekend van het gelijknamige kruidenbittertje, en nog altijd goed voor een omzet van een half miljard euro. Maar het drankje wordt nauwelijks nog gedronken. Er zit nog wel genoeg geld in kas, maar let op zijn woorden: het klopt daar niet.

Er wordt daar hoog spel gespeeld. Dat heeft te maken met een lening. Die hebben ze hard nodig om te blijven draaien, maar ze weigeren het licentierecht op Underberg als onderpand voor die lening te geven. Terwijl ze zichzelf wel een jaarlijks 'dividend' van vele miljoenen laten uitkeren als beloning voor dat licentierecht. Een dubbele agenda. Het lijkt erop dat de familie iets verborgen houdt. Volgens Okkerse duidt het op een soort aftocht.

We mogen de jaarcijfers van Colruyt zelf invoeren. Colruyt is een zeer goed presterende onderneming. De jaarcijfers van 2011, 2012, 2013, 2014 en 2015, alsmede de halfjaarcijfers van 2016 wachten. Al jaren geeft hij Colruyt de hoogste OK-Score 1. Ook andere analisten zijn onveranderlijk juichend over Colruyt. Maar onlangs, na het verschijnen van de halfjaarcijfers over 2016, rapporteerden de analisten van de grootste Belgische bank KBC ineens negatief over de nationale lieveling. Het verbijsterende advies van KBC: *'Reduce'*. Verkopen dus. Maar waarom? In een begeleidend schrijven lezen we dat de analist op 23 juni een *'morning note feedback analyst meeting'* van de CFO van Colruyt heeft bezocht. Hem is daar opgevallen dat de CFO wel 'erg voorzichtig' was als het ging om de vooruitzichten. 'We verwachten minder winstgroei. We denken dat Colruyt te duur is. Te midden van de concurrentie is de huidige koers te hoog. *Reduce confirmed'*. Daar willen we meer van weten. Gaat het niet goed met Colruyt? Heeft Okkerse iets over het hoofd gezien? Is hij nog wel zo scherp als in het begin? Moet Colruyt niet duikelen in OK-klasse en naar aanleiding van de laatste halfjaarcijfers een veel lagere OK-Score krijgen? Okkerse leest voor, wij tikken. Jaar één. Eerste kolom, eerste

regel. Goodwill. Volgende regel. Immateriële vast activa: volgen de materiële activa, financiële assets, voorraden, handelsverdringen, cash. Het totaal aan assets. Dan het eigen vermogen, de minderheidsbelangen, de handelsschulden, et cetera. Het telt op tot hetzelfde bedrag. Klopt als een bus. Maar we weten wat ze zeggen, hè? *On the left side is nothing right, on the right side is nothing left.* Knipoog. Dan de verkopen. Kosten van verkochte goederen, personeelsbeloningen, afschrijvingen, bedrijfsresultaat, winstbelastingen, blijft over het resultaat. Jaar twee, en zo verder. Af en toe wijst hij op de balk bovenin. Daarin verschijnen formules, lange, aan elkaar gebreide karakters die beginnen met '@als' en verderop steevast de strofe '@dan' bevatten. Als, dan. *What if, then.* De formules tarten onze verbeeldingskracht, ze zeggen ons in feite geen fluit, maar hier krijgen we toch een glimp te zien van de vage logica die ten grondslag ligt aan het model. Kennelijk is die logica tot in de haarvaten van elke programmaregel doorgedrongen. Hiervan zitten er dus talloze in het model. Nadat het model in 2000 begon te draaien, heeft hij er nog twee kleine bugs uitgehaald. Daarna was het echt af. Perfect. Nog altijd mag hij de regels in de formulebalk graag nader bekijken. Zijn blik gaat dan over de lange slinger van karakters en symbolen. En dan vraagt hij zich af: hoe heb ik dit ooit kunnen bedenken? Zou ik het kunnen reproduceren? Maar goed dat hij alles heeft gedocumenteerd.

De post 'Not Accounted For' van Colruyt vult zich automatisch met een flink bedrag. Het gaat om maar liefst tientallen miljoenen euro's. Fraude! Toch, Willem? Hij schudt het hoofd. Niet verontrustend. Wat we zien, is derving, heel gebruikelijk bij

supermarkten. Dit gaat om producten op voorraad die over de versheidsdatum zijn of kapot zijn gegaan en moesten worden weggegooid. Als Colruyt behalve deze hoge rommelpost een OK-Score 10 zou hebben, ja, dan kan er sprake zijn van fraude. Maar er is geen enkele reden om dat te vermoeden. Elk jaar opnieuw het enorme eigen vermogen, de hoge OK-Solvabiliteit, de hoge OK-Ratio. Okkerse zegt dat we moeten opletten. Hij laat zien hoe we achter die cijfers kunnen kijken. Hoe kerngezond deze onderneming is, en hoe goed ook de vooruitzichten zijn. We spelen met de omzet, verhogen en verlagen de winstgroei, en zien wat dat met de OK-Score zou doen. Bij een iets lagere omzet oordeelt het model streng en exponentieel; de OK-Ratio duikt omlaag. Toch verandert er aan de OK-Score nog niets. Aan de OK-Solvabiliteit is namelijk niets veranderd, die blijft gedegen. En dus gaat hij de OK-Score zelf invoeren. Dat doet hij altijd, bij elke run. Dit dwingt hem om scherp te blijven, niet op de automatische piloot een onderneming af te serveren en zelf te blijven nadenken. Hij rekent, trekt nog wat dingen na. Komt dan uit op zijn finale oordeel.

Al bij een marginale omzetsdaling en lagere winstgroei zou Colruyt onverbiddelijk naar een OK-Klasse 2 verhuizen. Maar daarvan kan geen sprake zijn. Over het advies van de analist van KBC kan Okkerse dan ook kort zijn. Dat is flauwekul.

Een bijzonder moment. Het kan dus ook andersom. Waar andere analisten meestal staan te juichen, en hij tussen de analisten juist detoneert met een bedroevende OK-Score en een kritische noot, is hij nu positief terwijl anderen uiterst negatief zijn. Hij kijkt ons spiedend aan. Begint dan te scrollen door documenten op zijn

andere computer. Okkerse zou Okkerse niet zijn om hier niet iets achter te zoeken. Als hij opnieuw het een en ander heeft nagetrokken, en nog eens goed naar de vermogenspositie heeft gekeken, ziet hij het. De adder onder het gras. De familie Colruyt heeft nog zestig procent van de aandelen in bezit. Slechts veertig procent is vrij verhandelbaar op de beurs. De broekzakken van de familie klotsen van het geld. Waarheen met dat geld? Met de lage rente heeft sparen geen zin, en dus willen ze hun overvloedige centen steken in het opkopen van de eigen aandelen. Er was alleen een klein probleempje. Colruyt heeft onlangs aangekondigd dat ze een deel van de belangen in Frankrijk gaan verkopen, met als gevolg dat de koers flink is gestegen. Dat kwam de familie niet goed uit. De familie koopt namelijk liever aandelen tegen een lage koers. En dus volgde er een orkestratie van de beurskoers. Zo is het gegaan.

Op 23 juni nodigde de CFO wat analisten en andere trouwe volgers van Colruyt uit voor een *morning note feedback analyst meeting*, om hen even wat bij te praten. Hij toonde zich zorgelijk, maar ook openhartig. Hij had niets te verbergen. De analisten mochten best kritisch zijn hoor! Het ingestoken rapportje leidde tot het verkoopadvies van KBC, het verkoopadvies leidt in een dag tijd tot een koersdaling van maar liefst tien procent. Hapklaar voor de familie. Cynisch? Na zijn analyse schreef Okkerse een mail naar Het Effectenhuis: 'Colruyt krijgt nog steeds een duidelijke OK-klasse 1. Uiteraard zijn wij het met de analyse van KBC niet eens. Het is slechts een opinie, en aan opinies moet je geen aandacht besteden. Natuurlijk is het bestuur van Colruyt

voorzichtig. Dat zou ik ook zijn als ik zestig procent van de aandelen bezat. Natuurlijk ben je voorzichtig als je een omzet van ruim negen miljard euro hebt en geen cent bankschuld. Natuurlijk ben je voorzichtig als [...] Enzovoorts. Ik zou willen dat alle ondernemingsbesturen zo voorzichtig waren. O ja, Ron. Voor ik het vergeet. Die zestig procent van de aandelen die in handen is van de familie? Dat zal nu wel tweeënzestig procent zijn.'

Okkerse knipt de computer uit. Genoeg geanalyseerd voor vandaag, de OK-Score verdwijnt voor de rest van de dag achter slot en grendel. Hij staat op van zijn stoel, grijpt naar zijn pijnlijke knie. Stijf van al dat zitten. Hij moet in beweging komen. Een eindje lopen. Een blik nog door het raam, op het speeltoestel in de tuin. Een klimrek, een glijbaan. Binnenkort komt er een vierde kleinkind bij. Daar verheugt hij zich op. Meer nog dan op weer een ontdekking van een megafraude. Soms denkt hij: wordt het niet eens tijd om de zaak over te dragen? Maar aan wie? Ter bescherming van de royalty's heeft hij het eigendomsrecht al ondergebracht in een Cypriotische limited. Meer kun je niet doen; het patenteren van software en wiskundige formules is onmogelijk. Meer kun je niet doen.

En toch maakt hij zich zorgen. Over de toegang tot en het gebruik van de OK-Score, die koste wat het kost exclusief moet blijven. Hij ontkomt er niet aan een opvolger aan te wijzen. Voor het gebruik is er op termijn een vervanger. Ron Boer van Het Effectenhuis zal zich de komende jaren dienen te bekwamen in het invullen en de interpretatie van het model. Dan blijft de kwestie van de sleutel over, de toegang. Hij zal die sleutel moeten overdragen aan anderen. Er zijn maar een paar mensen aan wie hij die sleutel

toevertrouwt. Gerry. Zijn twee zonen. En wellicht een huisvriend die hij al een halve eeuw kent en volkomen vertrouwt. Hij denkt aan een kleine kring van insiders die, als hij er niet meer is, alleen in gezamenlijkheid en door een reeks handelingen te verrichten en codes in te toetsen op de juiste en verantwoorde wijze het model in de toekomst kunnen blijven inzetten. Zij moeten bij de OK-score kunnen. Maar dan? Geen van hen weet hoe het ding werkt. Wel de veiligheidsvoorschriften, de strikte gebruiksvoorwaarden die vastliggen in een procedureboek. Maar de grote schoonheid ervan, die kan omslaan in een vernietigende kracht? Alleen Okkerse kent die. Als zijn broekzak.

VOORSPELLING #14

2010 Okkerse adviseert Imtech te stoppen met expansie met geleend geld

2015 Imtech failliet verklaard

Al jaren volgt Okkerse het oude, respectabele ingenieursbedrijf Imtech met kritische blik. Zo deelt hij op basis van de cijfers van 2010 een OK-Score 9 uit, in de hoop dat de nieuwe kooplustige leiding van Imtech wat meer beducht wordt voor nog meer expansie met vreemd vermogen. Maar Imtech leeft in een andere wereld. Daar ziet men een 9 kennelijk als een heel goed rapportcijfer, want kort na de 9 van Okkerse heeft het Hare Majesteit de Koningin behaagd Imtech het predicaat koninklijk te verlenen. Het bedrijf gaat verder door het leven

als Royal Imtech. In 2011 zit Royal Imtech nog altijd in OK-klasse 9 en waarschuwt Okkerse andermaal voor expansie met vreemd vermogen. Voorafgaand aan de eerste, sterke koersdaling dat jaar schrijft hij aan privécliënten dat 'groot gevaar' dreigt. Hij heeft berekend dat al sinds 2008 de werkelijke winst op het eigen vermogen drastisch terugloopt en er feitelijk verlies wordt geleden. Door een kunstmatige verlaging van de afschrijvingen wordt de winst echter hoog gehouden voor de schone schijn. Maar Imtech houdt zich liever bezig met opnieuw een aantal grote en kostbare overnames. Volgens Okkerse over de rug van de aandeelhouder én de werknemer, die slecht wordt betaald. 'Het is een heel krenterig bedrijf,' schrijft hij in zijn column in *De Telegraaf*. 'Winst wordt gemaakt over de rug van personeel en leveranciers.' Na het invoeren van de cijfers over 2012 zakt de onderneming weg naar OK-klasse 10, en is volgens Okkerse een periode van desintegratie aanbroken. De keuze is wat hem betreft aan de bedrijfsleiding: rigoureus ingrijpen, desinvesteren of liquideren. Anders zal de situatie binnen één tot drie jaar fataal worden. In 2013 wordt bekend dat door Imtech in Duitsland en Polen voor minimaal honderd miljoen euro fraude is gepleegd. Onderaannemers zijn omgekocht en gefêteerd met onder andere bezoeken aan bordelen. Dan pas wordt de markt wakker, en zakt de koers van het aandeel Imtech weg naar uiteindelijk één procent van de oorspronkelijke waarde. Vele investeerders en kleine beleggers verliezen hun inleg. Toch blijft Imtech nog overeind. En Okkerse blijft stug zijn OK-Scores berekenen. Een OK-Score 10 over 2013, en een OK-Score 10 over 2014. Als langzaam-

aan duidelijk wordt dat zowel bestuurders als accountant KPMG verantwoordelijk zijn voor het manipuleren van de cijfers en het misleiden van beleggers, als het kalf al verdronken is, bemoeit de Vereniging van Effectenbezitters (VEB) zich met de zaak en sleept de verantwoordelijken voor de rechter. Maar waarschuwde de OK-Score in alle eerdere door de VEB aangespannen zaken tegen ondernemingen en accountants niet steeds vooraf? Okkerse heeft telkens contact proberen op te nemen met de VEB, maar de VEB wil niets van een samenwerking weten. Zijn herhaalde oproep voor een overleg om de OK-Score structureler voor de VEB en zijn leden in te zetten, wordt door de directeur van de VEB, Jan Maarten Slagter, genegeerd. In augustus 2015 valt het doek voor Imtech. Maar liefst 25.000 gezinnen van werknemers en leveranciers zijn de dupe van wanbeleid en het reactieve ingrijpen door VEB. Het geeft Okkerse een naar gevoel. Wat had hij nog meer kunnen doen om dit te voorkomen? Heeft hij wel genoeg ruchtbaarheid aan zijn kennis gegeven? Een collega feliciteert hem nog met zijn goede voorspelling.

Rekenvoorbeeld

Behalve met de gegevens van Colruyt hebben we de werking van de OK-Score ook persoonlijk met de gegevens van HEMA kunnen testen. Op de volgende pagina's de resultaten, zoals het computerscherm van Okkerse ze ons toonde, met onderaan de resulterende OK-scores. In de eenvoud toont zich de meester. Maar na het tikwerk begint het echte werk pas, het interpreteren door de echte meester.

EEN REKENVOORBEELD AAN DE HAND VAN HEMA

	2011	2012	2013	2014	2015
Immateriële vaste activa	1172,9	1174,4	1168,7	1044,2	1040
Materiële vaste activa	174,2	201,2	209,7	194,4	172,4
Financiële vaste activa	1,1	1,6	2	10,5	38,6
Totaal vaste activa	1348,2	1377,2	1380,4	1249,1	1251
Vorraden	150,8	147,8	147,6	186,9	156,3
Debiteuren	0		3,3		
Overige vorderingen	67,7	69	63,5	68,6	58,7
Liquide middelen en effecten	134,4	162,3	175,9	57,8	81
Totaal vlottende activa	352,9	379,1	390,3	313,3	296
Totale activa	1701,1	1756,3	1770,7	1562,4	1547

Kapitaal	0	0	0	0	0
Agio reserve	408,2	408,2	408,2	629,6	629,6
Overige reserves/ ingehouden winst	-72,4	-61,1	-70,8	-255,2	-330,5
Totaal kapitaal en reserves	335,8	347,1	337,4	374,4	299,1
Minderheidsbelangen	0	0	0	0	0
Voorzieningen	110,7	107,7	105,9	106,9	113,2
Langlopende schulden + 1 jaar	951	960,5	973,1	722,8	745,3
Crediteuren	284,2	315,6	336,4	320,5	296,3
Bankschulden	7,8	18,3	10,8	24,7	76,7
Overige kortlopende schulden	11,6	7	7,1	13,1	16,4
Totaal schulden -1 jr	1365,3	1409,1	1433,3	1188	1247,9
Totale passiva	1701,1	1756,2	1770,7	1562,4	1547
Controle	0	0,1	0	0	0

Netto omzet	1149,5	1152,9	1091,3	1077,2	1139,3
Kostprijs van de omzet	598,6	578,3	532,1	408,5	599,7
Bruto winstmarge	550,9	574,6	559,2	668,7	539,6
Lonen en salarissen, pensioen etc.	398,5	435,9	442	582,6	497,8
Afschrijving materiële en immateriële activa	47,1	53,6	57,5	177,5	58,4
Bruto bedrijfsresultaat	105,3	85,1	59,7	-91,4	-16,6
Financiële lasten (positief getal)	83,7	71,6	76,5	96,7	55,6
Rentebaten (+ of -)	0	0	0,1	0,4	1,9
Minderheidsbelangen (+ of -)	0	0	0	0	0
Buitengewone baten/lasten (+ of -)	0	0	0	0	0
Belastingen (+ of -)	-10,2	-7,7	0,3	-1,5	-2,2
Nettowinst	11,4	5,8	-16,4	-189,2	-72,5

OK-KLASSE	5	5	5	6	9 *
-----------	---	---	---	---	-----

Strategische keuzemogelijkheid 1	Marktontwikkeling	Marktontwikkeling	Marktontwikkeling	Marktontwikkeling	Turn-around
Strategische keuzemogelijkheid 2	Concentratie	Concentratie	Concentratie	Concentratie	Desinvesteren
Strategische keuzemogelijkheid 3	Strategische allianties	Strategische allianties	Strategische allianties	Strategische allianties	Liquidatie

* Een OK-klasse 9 is het voorportaal van een business failure waarbij er nog maar één weg te gaan is: een drastische turn-around, al dan niet in combinatie met het verkopen van kroonjuwelen. Blijft die turn-around uit dan belandt de onderneming automatisch in code blauw van de strategische opties, waarbij zelfs een turn-around niet meer helpt.

GRAND STRATEGIES

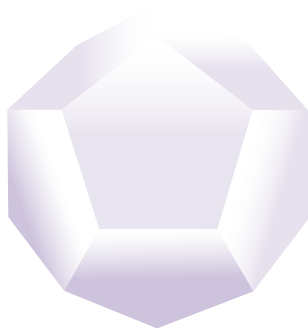
Het OK-Score-model onderkent 12 Grand Strategies:

1. Innovatie
2. Verticale integratie
3. Conglomerate diversificatie
4. Productontwikkeling
5. Horizontale integratie
6. Concentrische diversificatie
7. Marktonwikkeling
8. Strategische allianties
9. Concentratie
10. Turn-around (koude sanering en/of herkapitalisatie)
11. Desinvesteren
12. Liquidatie

Hoe slechter het bedrijf ervoor staat hoe meer van deze afvallen, simpelweg omdat het deze economisch niet aankan: te weinig tijd, te weinig cash flow, te weinig liquiditeit, etc. Het model richt zich op de grote ontwikkelingen en mechanismen uit de bedrijfs-economie. Deze zijn al decennia algemeen erkend, maar voltrekken zich vandaag sneller dan pakweg dertig jaar geleden toen ze zich uitkristalliseerden. Een gezond bedrijf kan alles doen wat zij nodig acht, want een sterke solvabiliteit en rentabiliteit bieden alle keuzevrijheid. Daarentegen vallen bij een business failure de meeste strategische opties af: er moet eerst orde op zaken worden gesteld en dat kan slechts op de volgende manieren:

Koude sanering Turn-around 1	Herstel van rentabiliteit. Stop the bleeding.	Sluiten van niet-rendabele fabrieken en winkels. Ontslag van personeel.
Herkapitalisatie Turn-around 2 Desinvesteren (asset stripping)	Herstel van de solvabiliteit. Kapitaalsverhoging. Nood-emissie. Herstel van de liquiditeit. Balansverkorting. Verkoop kroonjuwelen	Aantrekken van vers kapitaal om te kunnen voldoen aan rente- en aflossingsverplichtingen. Verkoop van een gezond bedrijfsonderdeel. Sale- en lease back. Outsourcen productiecapaciteit.
Liquidatie	Overname van de onderneming. Reddingsoperatie.	Verkoop van de onderneming aan een witte ridder (of aan een troep aasgieren).

Soms zoekt het bedrijf tijdens de doorvoering van deze maatregelen bescherming (surseance, in uitzonderlijke gevallen staatssteun).



VERANTWOORDING

Beleggen met voorkennis. Het geheim van de OK-Score is geschreven in opdracht van Het Effectenhuis in samenwerking met Willem Okkerse. Schrijver Jeroen Siebelink heeft de opdracht aanvaard als journalistiek onafhankelijk werk. Hij heeft alle vrijheid gekregen bij zijn onderzoek, bij het voeren van kritische gesprekken met betrokkenen, en bij de opzet en het schrijven van de tekst.

Willem D. Okkerse MBA (Rotterdam, 1946) is bedrijfskundige. Als consultant beslaat zijn werkgebied strategie, corporate finance en business process redesign. Na het afronden van Mulo-B studeerde hij aan het hbo Vervoerswetenschappen. Later haalde hij cum laude zijn MBA. Uit angst voor de desastreuze maatschappelijke gevolgen van het publiceren van de broncode van de OK-Score brak hij na zijn promotieonderzoek het voor een PhD verplichte schrijven van een dissertatie voortijdig af. Hij was ven-

noot en voorzittend partner van ITLC - Associates Management Consultants.

Partners Ron Boer en Wander Groot van Het Effectenhuis Commissioners, kortweg Het Effectenhuis, onafhankelijke specialisten in de advisering en handel in obligaties, werken sinds 2009 met Willem Okkerse samen. Ze beheren drie OK-portefeuilles: het OK Wereld Fonds (aandelen wereldwijd), het OK Magnificent Twenty (Amerikaanse topaandelen) en het Wereld Rente Dividend Fonds (vastrentende waarden). Ron schrijft daarbij als Goeroe op DFT.nl.

Jeroen Siebelink (Dieren, 1968) werkte na zijn studie bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit te Rotterdam als financieel redacteur bij uitgeverijen Wolters Kluwer en Reed Elsevier. Sinds 2000 is hij freelance journalist. Hij schrijft voor bladen en kranten als *Het Financieele Dagblad*, *de Volkskrant*, *NRC Handelsblad*, *De Groene Amsterdammer*, *Sprout*, *Esquire*, *Quote*, *Controllers Magazine* en *Communicatie*. In het voorjaar van 2017 verschijnt de bedrijfshistorie in romanvorm: *Het Wereldschokkende en Onweersaanbaar Lekkere Verhaal van Tony's Chocolonely*. Ook schrijft hij boeken over voetbal: *De Lange. Het verhaal van Dick Nanninga*, de biografie *De Wolf, John*, de verhalenbundel *Voetbalgenen* en *De Voetbalbelofte. Achter de schermen van de jeugdopleiding*.

Digitaal exemplaar voor relaties van Het Effectenhuis

Uitgeverij Dialoog
Postbus 308
5300 AH Zaltbommel
0418-680180

www.uitgeverijdialoog.nl
info@uitgeverijdialoog.nl

Auteur: Jeroen Siebelink
Corrector: Carolien van der Ven
Vormgeving omslag: Levin den Boer
Opmaak: Debbie Brok

ISBN: 9789461262172
NUR 794, 800

© 2017 Jeroen Siebelink / Uitgeverij Dialoog

Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt zonder schriftelijke toestemming van de uitgever.

Hoewel dit boek met veel zorg is samengesteld, aanvaardt schrijver noch uitgever enige aansprakelijkheid voor schade ontstaan door eventuele fouten en/of onvolkomenheden in dit boek.

BELEGGEN VOORKENNIS

Elke belegger wil de winnaars kunnen onderscheiden van de verliezers, het liefst eerder dan de rest. Het is de heilige graal in beleggingsland. U hoeft niet meer op zoek te gaan naar dit geheim, want het is al ontdekt. Door Willem Okkerse, de bedenker van de OK-Score.

De OK-Score is een complex algoritme dat beter dan welke formule ook de jaarcijfers van ondernemingen ontrafelt en terugbrengt tot een top tien. Voor het eerst in de geschiedenis is het mogelijk om kansrijke bedrijven te kiezen en miskleunen te vermijden. Het resultaat is een hoger rendement en veel minder risico.

Schrijver en journalist **Jeroen Siebelink** reconstrueert in dit meeslepende boek de solitaire zoektocht van bedrijfskundig analist Willem Okkerse naar de OK-Score. Een jarenlange studie met het doel om de geheimen achter de jaarcijfers van beursondernemingen te ontrafelen, niet alleen voor beleggers maar ook voor accountants en commissarissen. Het resultaat is een spannend en onthullend verhaal over tegenwerking, doorzettingsvermogen en succes.



9 789461 262172

