



HET

LUC KROEZE

BEL€GGERS

BREIN

VERMIJD
DENKFOUTEN EN
PRESTEER BETER
OP DE BEURS

Lannoo

**'If you don't know who you are, Wall Street
is an expensive place to find out'**

Adam Smith

'Als je niet weet wie je bent, is Wall Street
een dure plek om erachter te komen'

INHOUD

17 denkfouten	8
Voorwoord	11
Inleiding	13
1 Stel je overtuigingen in vraag	31
2 Focus op je beslissingsproces	43
3 Zet in op exponentiële groei	53
4 Doe aan kansberekening	65
5 Nietsdoen loont	77
6 Focus op essentiële informatie	87
7 Laat het verleden rusten	99
8 Angst is een slechte raadgever	107
9 Simplificeer het verleden niet	119
10 Word niet verliefd op aandelen	127
11 Maak je los uit de kudde	135
12 Niemand heeft een glazen bol	145
13 Zo gewonnen, zo geronnen	159
14 Verliezen doet pijn	165
15 Hijs het anker	175
16 Bekend maakt bemind	185
17 Samen zijn we gemiddeld	195
Nawoord	207
Dankwoord	219
Eindnoten	221
Meer lezen	229

17 DENKFOUTEN

- 1 Confirmation bias of bevestigingsvooroordeel:** bij besluitvorming op zoek gaan naar beweegredenen die je huidige overtuiging kracht bijzetten.
- 2 Outcome bias of uitkomstvooroordeel:** de kwaliteit van een beslissing ten onrechte beoordelen op basis van de uitkomst.
- 3 Exponential growth bias of het vooroordeel over exponentiële groei:** de neiging om de kracht van exponentiële groei, de groei van een bedrag evenredig met zijn omvang, te onderschatten.
- 4 Neglect of probability of veronachtzamen van waarschijnlijkheid:** bij besluitvorming de omvang van een gebeurtenis in acht nemen en de mogelijkheid dat het zich voordoet minimaliseren.
- 5 Action bias of actiedrang:** de irrationele neiging tot activiteit.
- 6 Information bias of informatievooroordeel:** de illusie dat meer gegevens of meer informatie per se tot betere beslissingen leiden.
- 7 Sunk cost fallacy of misvatting over verzonken kosten:** met iets doorzetten, ongeacht of het de juiste beslissing is of niet, enkel en alleen omdat je er veel tijd, geld of moeite in geïnvesteerd hebt.
- 8 Empathy gap of empathiekloof:** moeite ondervinden om in te schatten hoe je je zult gedragen wanneer je je in een andere dan je huidige mentale toestand zult bevinden.

- 9 Hindsight bias of speculeren na de feiten:** gebeurtenissen post factum als voorspelbaarder zien dan ze eigenlijk waren en je gebeurtenissen verkeerdt herinneren.
- 10 Endowment effect of eigendomseffect:** meer waarde aan iets hechten, enkel en alleen omdat je het bezit.
- 11 Herding of kuddegedrag:** het gedrag van een groep volgen zonder zelf goed na te denken.
+
Groupthink bias of groepsdenken: ervan uitgaan dat een groep betere beslissingen neemt dan een individu.
- 12 Forecasting bias of voorspellingsvooordeel:** ten onrechte geloven dat we in staat zijn om accurate toekomstvoorspellingen te doen.
- 13 House money effect of gewonnen-geldeffect:** de irrationele neiging om meer risico te nemen met geld dat voortvloeit uit winsten.
- 14 Loss aversion bias of verliesaversievooordeel:** de neiging om risicoschuwer te worden dan goed voor je is.
- 15 Anchoring bias of verankerings-effect:** de neiging om bij het maken van beslissingen te vertrouwen op het eerste getal of stukje informatie dat je tegenkomt.
- 16 Familiarity bias of vertrouwelijksvoordeel:** vlugger geneigd zijn je in te laten met iets dat vertrouwd voelt.
- 17 Overconfidence bias of overmoedseffect:** geneigd zijn om onze vaardigheden, expertise of nauwkeurigheid te overschatten.

VOORWOORD

De mens is niet gemaakt om te beleggen. Of meer bepaald: het menselijke brein beschikt niet over de juiste neurale bedrading om in de jungle van de financiële markten te overleven.

Alle emotionele reflexen en cognitieve vuistregels die we als mens millennialang hebben ontwikkeld, brachten ons naar de top van het rijk der soorten... maar werken ons tegen op de beurs. In de oertijd en het oerwoud, waar achter elke struik of hoek gevaar loerde, betekenden onze instincten het verschil tussen leven en dood. Instant handelen op gevoel was er cruciaal. Maar als je op die manier belegt, leidt dat eerder snel tot je ondergang.

Om met enig succes te beleggen, moet je het juist niet hebben van jachtige, gevoelsmatige reflexen en cognitieve snelkoppelingen, maar wel van trage, beredeneerde reflectie en rationele analyse. Daarmee onderscheiden de werkelijk succesvolle beleggers zich van de emotionele, soms ronduit hysterische meute die zich door de waan van de dag of de paniek van het moment laat leiden.

Nu, natuurlijk, daarmee weet je nog niet wélke analyse en reflecties je moet volgen om succesvol te beleggen. Sommigen denken dat je elke jaarrekening binnenstebuiten moet keren, zoals een begenadigd financieel analist. Anderen zoeken het nog verder, in ingewikkelde natuurkundige modellen en data-analyse, waarmee ze hopen de code van de financiële markten te kraken. De financiële industrie voedt die esoterische zoektochten ook al te graag. Ze heeft er namelijk alle baat bij om zichzelf in complexiteit te hullen en alles wat op de beurs gebeurt er moeilijker te laten uitzien dan dat het werkelijk is. Zodat jij op hen rekt en hen betaalt om voor jou te beleggen.

Maar zelfs zulke uitgebreide analyses zullen niet baten als je als belegger niet leert je gevoelens te erkennen en te controleren. Dat is wat alle topbeleggers die jaar in, jaar uit de markten kloppen, verbindt.

Zij kunnen als geen ander weerstaan aan de emotionele reflexen die de financiële markten ook bij hen opwekken, om vervolgens de zaken vanop een afstand rationeel uit te vlooien.

Als je die vaardigheid niet hebt of ontwikkelt, zal geen enkel financieel inzicht of wiskundig model je helpen om op lange termijn voldoening en succes te halen uit je beleggingen. Het is zoals met je gezondheid. Als je onvoldoende slaapt, ongezond eet en niet genoeg beweegt, heeft het geen enkele zin om allerlei dure voedingssupplementen te slikken. De basis moet goed zitten. En voor beleggers betekent dat: controle houden over je emoties.

Om die basis te leggen, moet je dan wel eerst inzicht krijgen in alle emotionele reflexen, denkfouten en vuistregels die je als belegger kunnen nekken. En dat is wat Luc op een heel inzichtelijke en bevattelijke wijze gedaan heeft in dit boek. Ik heb al veel over beleggingspsychologie gelezen, maar nog nooit kwam ik een boek tegen dat de kerngedachten daarvan zo overzichtelijk en begrijpelijk bij elkaar brengt, zoals het werk dat nu in je handen ligt. Dit boek is er niet alleen voor beleggers, maar ook voor mensen die regelmatig financiële beslissingen nemen. Want ook voor hen kan het helpen om de gevoelens die met die beslissingen gepaard gaan te begrijpen en te bedwingen.

Als vader van twee jonge kinderen vraag ik me vaak af hoe ik mijn dochter en zoon de nodige financiële geletterdheid kan bijbrengen, zodat ze later ook als beleggers uit de voeten kunnen en niet ten prooi vallen aan de fabeltjes en oplichterij die nog altijd een belangrijke keerzijde zijn van de beurs en financiële sector. In het begin maakte ik mezelf in al mijn naïviteit wijs dat ik hen de basis van financiële analyse moest meegeven. Wat winst is. Hoe een balans eruitziet. Waarom kasstromen zo belangrijk zijn. Die dingen. Maar nu ze zakgeld krijgen waarmee ze zelf al eens iets kopen en ze zelf ook al enkele aandelen in portefeuille hebben, zie ik al die nefaste denkfouten en reflexen ook al bij hen de kop opsteken. En dus weet ik wat me te doen staat: hen dit boek van Luc onder de neus houden.

Jef Poortmans, financieel journalist bij *Trends*

INLEIDING

We pikken de draad op waar mijn vorige boek, *De kaviaarformule*, eindigde. Ik sloot het boek af met de boodschap ‘nietsdoen’, de derde en laatste pijler van het kwaliteitsbeleggen zoals de Britse fondsbeheerder Terry Smith het ons leerde. De eerste pijler, ‘koop goede bedrijven’, vormde het hart van het boek. De tweede, ‘betaal niet te veel’, kwam eveneens uitvoerig aan bod. Aan de laatste pijler, ‘nietsdoen’, heb ik weinig woorden vuilgemaakt. De boodschap spreekt voor zich. Als je je huiswerk gemaakt hebt en er zich geen onverwachte tegenslagen aandienen bij de ondernemingen waarvan je aandelen bezit, dan wordt er, behalve zo nu en dan wat rapporten lezen, weinig van je verwacht.

**‘Investing is where you find a few great companies
and then sit on your ass’**

Charlie Munger

‘Beleggen houdt in dat je enkele geweldige bedrijven vindt
en dan helemaal niets meer doet’

Zo moeilijk kan dat toch niet zijn? Helaas, juist de pijler die op papier weinig tot niets om het lijf lijkt te hebben, blijkt in de praktijk een enorme uitdaging, die paradoxaal genoeg een behoorlijke inspanning vergt. Ik dacht dat als lezers bij het kwaliteitsbeleggen ergens moeite zouden ondervinden het bij de eerste of tweede pijler zou zijn. Maar die bleken ze snel in de vingers te hebben. Het was de laatste pijler, die zo eenvoudig lijkt, die hier en daar verrassend genoeg voor problemen zorgde. Het moeilijke beursklimaat tijdens en de maanden na de publicatie van mijn boek in juni 2022 hielpen daar natuurlijk niet bij en stelde de kersverse kwaliteitsbelegger meteen op de proef. Achteraf bekeken had ik in *De kaviaarformule* een volledig hoofdstuk moeten

wijden aan nietsdoen. Om mijn fout recht te zetten en omdat de derde pijler minstens even belangrijk is als de eerste twee om goede resultaten neer te zetten, heb ik daarom verderop in dit boek een hoofdstuk vrijgemaakt om je alles te vertellen over nietsdoen.

TUSSEN ACTIEF EN PASSIEF

Kwaliteitsbeleggen in zijn zuiverste vorm leunt mijns inziens dicht aan tegen passief beleggen. Ik beschouw het als een soort hybride beleggingsstrategie die het midden houdt tussen actief en passief beleggen. Tijdens de opbouw van je portefeuille heb je als kwaliteitsbelegger je handen vol en word je geacht verregaand veldwerk te verrichten. Maar wanneer je geschikte organisaties gevonden hebt en het je vervolgens gelukt is om een eerlijke prijs te betalen voor de aandelen ervan, vereist je belegging slechts opvolgwerk. Hoe minder werk je hebt en hoe minder aanpassingen je aan je portefeuille hoeft te doen, hoe beter de zaken gaan. Als jij als kwaliteitsbelegger niets hoeft te doen, creëren de kwaliteitsbedrijven in je portefeuille waarde. Pas als er iets fundamenteel verandert op een manier die de onderneming of de sector niet ten goede komt, moet de kwaliteitsbelegger ingrijpen. En daarmee doel ik niet op een slecht kwartaalrapport of wat sectorale tegenwind, maar op structurele veranderingen die het potentieel hebben om je investeringscase omver te werpen. Dat gebeurt gelukkig niet elke week. Wanneer het wel gebeurt en je jezelf ervan verzekerd hebt dat je aankoopargumenten niet langer relevant zijn, verkoop je je aandelen en herhaal je het selectieproces bij een volgende kandidaat. Uiteindelijk bezit je een korf aandelen waar je weinig werk mee hebt en dat is precies wat je wilt. Het is dan slechts kwestie om zo passief mogelijk toe te kijken en de derde pijler van de strategie alle ruimte te laten om zijn werk te kunnen doen.

Op die manier ontstaan er voor mij als kwaliteitsbelegger zeeën van tijd die ik naar hartenlust kan invullen. Maar die luxe heeft een keerzijde. Je hebt namelijk veel tijd om na te denken. Je hebt tijd om te twifelen aan je keuzes, je hebt tijd om doelloos naar beurskoersen te staren en als die koersen niet in de richting bewegen die je voor ogen hebt, heb je tijd om je af te vragen of je geen fouten hebt gemaakt. Dat

leidt als vanzelf naar de drang om te handelen, precies het tegenovergestelde van wat de kwaliteitsbelegger na het opbouwen van een portefeuille probeert na te streven, namelijk nietsdoen.

Die drang is een heel natuurlijke reactie. Wanneer onze voorouders duizenden jaren geleden onmiddellijk in actie schoten als er gevaar loerde op de savanne, werden ze daarvoor beloond. Snel reageren kon het verschil betekenen tussen leven en dood. Tegenwoordig liggen de zaken iets genuanceerder en is actie in onze complexe moderne wereld niet altijd de beste keuze. Zeker niet op de financiële markten.

Het gezegde luidt dat als je geschoren wordt, je zo stil mogelijk moet zitten. Dat viel in het tumultueuze beursjaar 2022, toen ik dit boek schreef, niet mee. Nieuwe beleggers werden meteen getest of ze hun emoties onder controle konden houden. Beurskoersen keerden terug uit de stratosfeer en prijsmultiples* bewogen zich, aangevuurd door de stijgende rente, inflatie, oorlog en een energiecrisis, naar lagere niveaus. Maar hoewel bedrijfsresultaten en vooruitzichten hier en daar een flinke tik kregen, als gevolg van het moeilijke klimaat waarin we ons bevonden, bewoog de intrinsieke waarde van kwaliteitsbedrijven niet in dezelfde mate mee als de beurskoersen ons wilden doen geloven.

‘Stock prices move around quite a bit more than the movement in underlying intrinsic value. Human psychology affects the buying and selling of fractions of businesses on the stock market much more than the buying and selling of entire businesses.’

Mohnish Pabrai

‘Aandelenkoersen bewegen heel wat meer dan de onderliggende intrinsieke waarde. Menselijke psychologie heeft veel meer invloed op het kopen en verkopen van delen van bedrijven op de aandelenmarkt dan op het kopen en verkopen van complete bedrijven.’

* Een multiple combineert de marktkapitalisatie of ondernemingswaarde van een bedrijf met een financiële parameter zoals de winst, cashflow of boekwaarde. Het is een verhouding waarmee je inzicht probeert te krijgen in de relatieve waardering van een onderneming.

Mijn grootste zorg is niet wat het effect van gebeurtenissen is op de prijs van de aandelen, maar op de prestaties van de onderliggende ondernemingen. En dus zoek ik naar bedrijven met prijszettingmacht en duurzame concurrentiële voordelen die meer ruimte bieden om de inflatie op te vangen. Ondernemingen met een dominante marktpositie die financieel sterk in hun schoenen staan, om onverhoopte moeilijke periodes te kunnen overbruggen. Want zulke organisaties staan er in zware tijden beter voor dan hun zwakke tegenhangers.

De hamvraag tijdens paniek op de beurs is dan ook: hoe presteren de bedrijven waarvan ik aandelen bezit operationeel? De stevige dalingen die ik te verwerken kreeg waren in veel gevallen het gevolg van een stijgende rente die de verdisconteringsvoet* deed oplopen. Een hogere verdisconteringsvoet heeft een lagere beurskoers tot gevolg omdat toekomstige kasstromen, waar kwaliteitsvolle groei bedrijven een groot deel van hun waarde in vinden, vandaag minder waard zijn.

2022 maakte meteen duidelijk dat buitensporig veel betalen voor kwaliteit kan uitdraaien op slechte beleggingsresultaten. De kwaliteitsbelegger die daarentegen eerlijke prijzen betaalde voor zijn aandelen, komt 2022 te boven.

Er vielen na lange tijd weer aandelen van uitstekende bedrijven tegen eerlijke prijzen te kopen. Prijzen die we voor dat kaliber ondernemingen lang niet hadden gezien. En die organisaties zullen de moeilijke periode die ons mogelijk te wachten staat overleven. Indien 's werelds beste bedrijven het niet redden, dan vrees ik dat we de komende jaren andere zorgen zullen hebben dan onze beleggingen. In dat geval is een apocalyps niet ondenkbaar en investeer je beter in een moestuin, enkele leggrage kippen, en als het even kan een dubbelloops jachtgeweer om je gezin, dieren en gewassen te beschermen. Je zult er meer aan hebben dan aan een mandje kwaliteitsaandelen.

Zolang dat pessimistische scenario zich echter niet ontvouwt en de wereld enigszins blijft functioneren zoals we gewend zijn, houd ik halsstarrig vast aan de derde pijler van kwaliteitsbeleggen, namelijk nietsdoen.

* De verdisconteringsvoet is het percentage waarmee toekomstige kasstromen worden teruggerekend (ofwel 'verdisconterd') naar de waarde van vandaag.

TWIJFEL NIET TE SNEL

Omdat die laatste pijler zo moeilijk blijkt, vroegen vele beleggers, zowel ervaren als onervaren, en niet in het minst buy-and-hold-beleggers* zelf, zich medio 2022 luidop af of buy-and-hold-beleggen wel zo'n goed idee was. Het bleek weer maar eens dat zelfs de meest clichématige beursleuzen veel waarheid bevatten.

'Everyone in the world is a long term investor until the market goes down'

Peter Lynch

*'Iedereen ter wereld belegt op lange termijn,
tot de markt instort'*

De geschiedenis lijkt zich keer op keer te herhalen. In het heetst van de strijd krijgen beleggers telkens weer de onweerstaanbare drang om actie te ondernemen. Ik vraag me op mijn beurt dan af waarom ze het over een andere boeg willen gooien als het kwaad al geschied is. Als je twijfelt aan het concept buy-and-hold, zou het dan geen beter idee geweest zijn om die aanpak medio 2021 in vraag te stellen, toen de beurzen historisch hoog stonden? Velen durven namelijk wel eens te vergeten dat je risico opbouwt tijdens stierenmarkten, maar dat het slechts zichtbaar wordt in berenmarkten.** De lagere waarderingen van eind 2022 hielden minder risico in dan die van een jaar eerder, toen ze fors waren opgelopen. Als je de nood voelt om van strategie te veranderen, doe je dat beter niet nadat koersen gehalveerd zijn. Als waarderingen aantrekkelijker worden krijg je immers meer bedrijf voor minder geld. Bekommer je om de onderneming zelf, laat eventuele herwaarderingen gebeuren en profiteer ervan, als het even kan. Maar stel buy-and-hold-beleggen niet in vraag nadat de koersen gehalveerd zijn. Dat lijkt me geen optimale strategie. Het wijst op paniekvoetbal dat je telkens

* Buy-and-hold-beleggen is een beleggingsstrategie waarbij je aandelen koopt met de bedoeling om die zo lang mogelijk in portefeuille te houden.

** Een berenmarkt verwijst naar een periode waarin aandelenkoersen langdurig in een dalend patroon zitten en er wijdverbreid pessimisme heerst. Een stierenmarkt is het tegenovergestelde. Tijdens een stierenmarkt stijgen beurskoersen voortdurend.

ziet terugkeren bij beleggers tijdens berenmarkten en leidt je niet naar de resultaten die je voor ogen hebt. Wisselen van strategie, inspelen op macro-economische thema's, en *short* gaan als de koersen al flink omlaag zijn gegaan.* Een enkeling slaagt erin om daar goede resultaten mee neer te zetten, maar de meesten lopen zo constant achter de feiten aan en missen de beste dagen op de beurs, die een significante impact hebben op hun rendement.¹ Er is niets mis met het afromen van winsten in dolgedraaide markten waarin de waarderingen de pan uit swingen, maar als je jezelf als langetermijnbelegger beschouwt, blijf dan belegd en houd je aan je vooropgesteld plan. Een buy-and-hold-belegger ben je niet voor even, maar voor het leven.

**'Our performance doesn't come from what we buy or sell.
It comes from what we hold.'**

Howard Marks

'Onze prestaties komen niet voort uit wat we kopen of verkopen,
maar uit wat we houden.'

PSYCHOLOGIE OP DE BEURS

Het zal na dit alles geen verrassing zijn dat ik tijdens een bar beursklimaat koppig vasthoud aan het mantra 'koop goede bedrijven, betaal niet teveel, en doe niets'. In 2022 deed ik niet veel op de beurs, aanvaardde ik mijn verlies en speurde ik intussen naar inefficiënties in de markt, die hier en daar na lange afwezigheid weer te vinden waren. Uiteindelijk deed ik een handvol transacties, waarbij ik aandelen kocht van mooie ondernemingen die naar mijn idee overdreven werden afgestraft. Veel meer heb ik niet gehandeld op de beurs, maar dat betekent niet dat ik stilgezeten heb, integendeel. Zoals altijd in zulke situaties heb ik de tijd gebruikt om te onderzoeken hoe ik mezelf als belegger kon verbeteren. Ik wilde een betere cijferaar worden, mijn kennis van bepaalde sectoren bijschaven en beter leren waarderen.

* Short gaan is een financiële transactie waarbij je aandelen verkoopt die je niet bezit (maar leent), in de hoop dat de koers daalt. Als dat gebeurt, kan de shortseller het aandeel aan een lagere prijs kopen en winst maken op het verschil.

Het zijn maar enkele werkpunten waar ik mij ook de komende jaren verder op wil focussen. Maar er is nog een ander aspect van beleggen waar ik tot voor kort te weinig bij stilstond. Het psychologische aspect. De beurs kent zoveel psychologische valkuilen dat het mezelf verbaasde dat ik me daar nog niet eerder op gericht en in verdiept had.

**‘Eighty percent of the market is psychology.
Investors whose actions are dominated by their emotions
are most likely to get into trouble.’**

Adam Smith

‘Tachtig procent van het marktspel is psychologie.
Beleggers die zich het meest door hun emoties laten leiden,
lopen de grootste kans om in de problemen te komen.’

Volgens mij overdreef Adam Smith niet met die uitspraak. Ik geloof in nietsdoen op de beurs, maar psychologisch is dat niet te onderschatten. Je moet mentaal stevig in je schoenen staan. Je hebt namelijk meer tijd om tegen allerlei soorten psychologische hindernissen aan te lopen. Niet iedereen is daartegen opgewassen. Een greep uit het brede aanbod van gedachten die bij jou als belegger kunnen opdoemen:

- ‘Het bedrijf heeft met enkele tegenslagen te maken die de toekomstige winsten structureel zullen aantasten. Maar de koers bengelt 25% onder mijn aankoopprijs, verkopen is daarom geen optie.’ (*anchoring bias*, zie pagina 175)
- ‘Achteraf gezien was de bubbel overduidelijk, iedereen zag het aankomen.’* (*hindsight bias*, zie pagina 119)
- ‘Ik zag aandelen op korte termijn verdubbelen. Die ga ik dus verkopen, om dan de opbrengst in risicovollere activa te steken. Het is immers geld dat ik anders niet gehad zou hebben.’ (*house money effect*, zie pagina 159)

* Een bubbel is een situatie waarin marktprijzen van bepaalde activa, zoals aandelen en vastgoed, ver boven hun intrinsieke waarde worden verhandeld.

WWW.LANNOO.COM

Registreer u op onze website en we sturen u regelmatig een nieuwsbrief met informatie over nieuwe boeken en met interessante, exclusieve aanbiedingen.

Omslagontwerp: Studio Lannoo (Mieke Verloigne)

Auteursfoto: Björn Comhaire

Vormgeving: Keppie & Keppie

© Luc Kroeze en Uitgeverij Lannoo nv, Tielt, 2023

D/2023/45/498 – ISBN 978 94 014 9659 9 – NUR 794

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden vervoelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand en/of openbaar gemaakt in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch of op enige andere manier zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.