

# KIJK OP VERMOGEN

Uitgave van Dresdner VPV NV | 2008 | special

GELOVEN

*Special* Value Investing

MEER IN

ARDE DAN

NWAAN

Loop geen  
onnodig risico.  
Lees de Financiële  
Bijsluiter.

zeer groot  
vrij groot  
zeer klein



risicometer

DIT IS EEN VERPLICHTE MEDDELING



## DRESDNER VPV DE ECHE BELEGGERS!

Het échte beleggen gebeurt bij Dresdner VPV. Met ons zeer succesvolle Delta Deelnemingen Fonds realiseren wij al jaren een uitstekend rendement. Getuige ook de vele prijzen die het fonds door de jaren heen gewonnen heeft. Delta Deelnemingen Fonds wordt, net als onze andere beleggingsfondsen, beheerd op basis van onze beproefde Value Investing methodiek die is gericht op een absoluut rendement. Kortom, de vakkennis en goede ideeën van de Value-beleggers van Dresdner VPV vindt u één op één terug in de portefeuille van het Delta Deelnemingen Fonds. Als u belegt in een fonds van Dresdner VPV profiteert u van de inzichten van echte beleggers.

## ER ZIT MEER IN DRESDNER VPV!

**DRESDNER VPV**  
Private Wealth Management

Ook beleggen in de succesvolle beleggingsfondsen van Dresdner VPV?  
Bel 0182-597777. Of kijk op [www.dresdnervpv.nl](http://www.dresdnervpv.nl)

## Inhoud



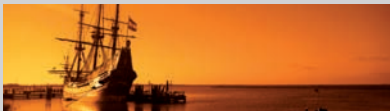
### Beleggingsstijl Henk van Heijst 4

Trek je eigen plan, neem kennis van wat er in de markt gebeurt, maar laat je onder geen beding gek maken.



### De kredietcrisis van 2007 8

'Déja vu all over again'. Najib Nakad over de kredietcrisis van 2007.



### Effectenhandel sinds 1602 10

Mark Vermeulen vertelt over value beleggen en de specerijen route. Hij gaat terug in de tijd, naar het begin van de effectenhandel.



### De psychologie achter het beleggen13

Bij beleggen komt meer kijken dan ratio alleen. Het heeft ook een emotionele kant, zo weet Arjan van Tongeren.

Aan alle beleggingen zijn risico's verbonden. Rendementen op beleggingen kunnen fluctueren. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor toekomstig te behalen rendementen. Prospectussen van de beschreven fondsen zijn op aanvraag kosteloos verkrijgbaar bij Dresdner VPV NV.

Voor de fondsen zijn financiële bijsluiters beschikbaar; vraag hierom en lees ze voordat u een product koopt.

De beheerder heeft een vergunning ingevolge artikel 2:67 Wft.

# Gezocht: ondergewaardeerde beleggingen

Voor u ligt een speciale uitgave van de Kijk op Vermogen, die geheel gewijd is aan onze beleggingsaanpak: Value Investing. Aan de hand van enkele artikelen en voorbeelden uit de dagelijkse praktijk van onze beleggers willen we u meer inzicht verschaffen over de wijze waarop we uw vermogen beheren.

Onze aanpak is overigens al jaren gericht op het beleggen in effecten waarvan de waarde naar onze analyse hoger is dan de actuele beurskoers. In deze editie willen we u laten zien hoe we in onze dagelijkse praktijk deze ondergewaardeerde situaties opsporen en analyseren. Vanaf medio vorig jaar tot en met het eerste kwartaal van dit jaar is het beursklimaat negatief geweest. Het lijkt er nu op dat de situatie op de markten weer wat is genormaliseerd. De blinde paniek die de markten in januari domineerde, lijkt plaats te hebben gemaakt voor wat meer kalmte, waarin ook weer meer ruimte is voor een nuchtere analyse. Onze verwachting is dat de situatie op de markten in het verdere verloop van dit jaar verder normaliseert. Met het verstrijken van tijd ontstaat ook meer zicht op de soliditeit van banken en andere financiële

partijen, en de markt krijgt ook een beter beeld van de economische gevolgen van de kredietcrisis.

Naar onze mening zijn dit voor Value beleggers interessante tijden. Zowel de waarderingen, dividendrendementen als de verwachte winsten van bedrijven bieden volop beleggingskansen.

Ons beleid blijft dan ook gericht op het opsporen van ondergewaardeerde beleggingen, waarbij we ons niet laten afleiden door de waan van de dag. Kort gezegd: we geloven meer in waarde dan in waan. Dit is dan ook het eerste statement van een reeks uitingen waarin we Dresdner VPV en haar beleggingsbeleid gaan profileren in de media. Het vormt ook het thema van een seminar dat we in juli 2008 organiseren over Value Investing. Wij wensen u veel leesplezier!



**Met vriendelijke groet,  
Fried van 't Hof**

## Colofon

Kijk op Vermogen is een uitgave van Dresdner VPV NV  
Oosthaven 52  
Postbus 3155  
2800 CG Gouda  
T 0182 597777  
www.dresdnervpv.nl  
info@dresdnervpv.nl

### Contactpersoon Dresdner VPV

Marjan Beuzenberg

### Redactionele productie

LVB Networks, Amersfoort

### Vormgeving

LVB Networks, Amersfoort

### Fotografie

Dresdner VPV NV

### Drukwerk

Rooduijn Vorm & Druk, Den Haag

© Dresdner VPV NV, Gouda. Alle rechten voorbehouden. Kijk op Vermogen bevat informatie die met de meeste zorgvuldigheid is samengesteld. Dresdner VPV NV en/of een van de aan haar gelieerde ondernemingen en/of medewerkers en/of de bij deze uitgave betrokken redactie en medewerkers aanvaarden geen aansprakelijkheid voor mogelijke gevolgen die zouden kunnen voortvloeien uit de in deze uitgave opgenomen informatie.

De beleggingsstijl van Henk van Heijst

# Graham: marge tussen

De regels van het beleggingsspel volgens Graham in een notendop: trek je eigen plan, neem kennis van wat er in de markt gebeurt, maar laat je onder geen beding gek maken. Besef dat de markt vaak rationeel is, maar ook regelmatig emotioneel.

| Henk van Heijst

**M**eneer Markt is een aardige, behulpzame man die met iedereen het beste voorheeft. Elke werkdag, zonder uitzondering, gaat hij op pad en belt aan bij elke belegger in de hele wereld. De belegger die door een zijraam loert en meneer Markt aan de voordeur ziet staan, kan twee dingen doen, de deur openen of hem voor een gesloten deur laten staan. Als de deur niet voor hem wordt geopend, gaat meneer Markt sans rancune een deur verder en komt de volgende dag weer terug. Wie de deur opent en meneer Markt te woord staat, krijgt een opsomming van aandelen te horen en van prijzen waarvoor meneer Markt wil kopen en verkopen. Meestal zijn de genoemde prijzen in het redelijke. Hij kampt echter met een probleem: hij is manisch depressief. Als gevolg daarvan roept hij in een depressieve fase prijzen die gespeend zijn van elke realiteit. Als hij echter manisch is, kent zijn enthousiasme geen grenzen en noemt hij torenhoge prijzen.

De moraal van het verhaal is duidelijk: laat meneer Markt wanneer het je uitkomt vergeefs bellen: de volgende dag komt hij toch weer. En als meneer Markt duidelijk depressief is, koop dan van hem. Kent zijn optimisme geen grenzen, verkoop aan hem. Maar het belangrijkste is dat je je aan de voordeur niet laat meeslepen door zijn emoties.

In mijn bijdrage aan deze Value Investing special van de Kijk op Vermogen val ik met dit verhaal met de deur in huis. Waarom? Omdat deze parabel de essentie bevat van de wijze waarop beleggers volgens Graham zouden moeten aankijken tegen het beleggingsspel. Trek je eigen plan, neem kennis van wat meneer Markt zegt maar



Henk van Heijst

# prijs en waarde

laat je onder geen beding door hem emotioneren en al helemaal niet gek maken. Besef dat meneer Markt negentig procent van de tijd rationeel is, maar bedenk ook dat hij behept is met een persoonlijkheidsstoornis, die zich ineens kan manifesteren.

## De psyche van de belegger

Benjamin Graham, geboren in 1894 in Londen als Benjamin Grossbaum, emigreerde als peuter met zijn ouders naar Amerika. Het welgestelde gezin waarin hij opgroeide raakte in de jaren voor de Eerste Wereldoorlog aan lager wal. In 1914 begon hij zijn loopbaan op Wall Street. Met hard werken is Graham er in de naoorlogse jaren weer bovenop gekomen. In de beurskrach van 1929 verloor hij een aanzienlijk deel van zijn vermogen. Die louterende ervaring zette hem tot het schrijven van zijn magnum opus 'Security Analysis', dat verscheen in 1934. In dit standaardwerk geeft Graham zijn visie op de beleggingsmaterie. Er is veel veranderd sinds 1934, maar één ding is niet veranderd en dat is de psyche van de belegger. In die zin is 'Security Analysis' nog net zo actueel als bij het verschijnen van de eerste druk in 1934. Het is echter wel een turf van zo'n 700 bladzijden. Om er doorheen te komen is heel wat doorzettingsvermogen nodig. Voor de geïnteresseerde leek schreef hij 'The Intelligent Investor', waarvan de eerste druk verscheen in 1949. Graham herschreef 'The Intelligent Investor' in de laatste jaren van zijn leven (hij overleed in 1976). Helaas is het boek nooit in het Nederlands vertaald. De laatste editie, met een voorwoord en nawoord van Warren Buffett en voorzien van commentaar door Jason Zweig, is zeer de moeite waard. Dit boek is een stuk toegankelijker dan 'Security Analysis' en nog steeds in druk. Warren Buffett, de succesvolste belegger aller tijden, vindt 'The Intelligent Investor' het beste boek dat er ooit gepubliceerd is op dit vlak. Ik ben het volmondig met hem eens. Overigens is 'intelligent' in de titel van het boek niet gebruikt in de zin van het Nederlandse woord intelligent, maar in de zin van 'informatie verzameland en zich daarop baserend'.

## Zoek achterliggende waarde!

Graham combineerde zijn werk als vermogensbeheerder met een hoogleraarschap aan Columbia University, waar hij 28 jaar lang

beleggingsleer doceerde. In zijn academische activiteiten legde hij de grondslag voor het begrip 'value investing' of waardebeleggen. De essentie van waardebeleggen is dat een belegging bij het aangaan van de belegging meer waard is dan de prijs die ervoor wordt betaald. Ze onderscheidt heel scherp de begrippen 'waarde' en 'prijs' en het is essentieel dat de belegger zich zeer bewust is van het verschil tussen beide.

Koersen van effecten vertonen door de tijd bijna altijd grillige patronen. De prijs van de aandelen Philips varieerde in de laatste vijf jaar binnen een bandbreedte van 12,45 tot 33,27 euro. De waarde van het Philips-concern zal best veranderd zijn van jaar tot jaar, maar is in die periode zeker niet gestegen tot het drievoud of gedaald met meer dan zestig procent. De boodschap van Graham is: bepaal zelf welke koerswaarde je correct vindt, en kijk dan pas of de betreffende aandelen te koop zijn voor een aanzienlijk lagere prijs.

Graham introduceerde het begrip 'margin of safety', de veiligheidsmarge die de belegger dient in te bouwen alvorens over te gaan tot aankoop. Er dient ruim voldoende marge te zijn tussen de prijs en de waarde van een belegging. Bij de aanschaf van (bedrijfs) obligaties geldt uiteraard eveneens dat er sprake moet zijn van een adequate veiligheidsmarge. In geval van een bedrijf dat al met al honderd miljoen euro schuld heeft, terwijl de waarde van het bedrijf bijvoorbeeld het drievoud is, hoeft de obligatiehouder zich geen zorgen te maken over zijn hoofdsom, de veiligheidsmarge is dan voldoende.

Een logisch gevolg van het concept veiligheidsmarge is, dat hoe meer individuele beleggingen met een adequate veiligheidsmarge in een portefeuille worden opgenomen, hoe geringer het risico is van waardeverlies en een tegenvallend rendement van de portefeuille in haar totaliteit. De veiligheidsmarge vindt de waardebelegger dus niet uitsluitend in individuele situaties maar ook in diversificatie van zijn effectenbezit.

In de economische wetenschappelijke literatuur is het een uitgangspunt dat een hoger rendement op een belegging gepaard gaat met een hoger risiconiveau en een lager rendement met een lager risiconiveau. Vaak zal dat zo zijn, maar wie de nodige tijd en moeite besteedt aan onderzoek en analyse kan en zal beleggingen

vinden die een laag risicoprofiel hebben en tevens een hoog rendement beloven.

### Mijdt succesvolle bedrijven!

Een logisch uitvloeisel van het denken van Graham zijn de definities die hij geeft aan beleggen en speculeren. 'Een belegging is pas een belegging als na grondige analyse sprake is van het vooruitzicht dat het geïnvesteerde bedrag in stand blijft en een adequaat rendement oplevert. Wat niet aan deze vereisten voldoet is geen belegging maar speculatie'.

In Grahams visie is sprake van speculatie bij iemand die aandelen Shell koopt wanneer hij niets of nauwelijks iets weet van dat bedrijf, terwijl de aankoop van een post Servische staatsleningen kwalificeert als belegging, mits voldaan is aan de voorwaarden als geformuleerd in zijn definitie.

Graham meent dat een beleggingsportefeuille zowel aandelen als obligaties moet bevatten. Veel aandelen als ze goedkoop zijn, weinig aandelen als ze in vergelijking met obligaties duur zijn. Het kan niet genoeg worden benadrukt dat het beleggen in obligaties evenzeer de nodige aandacht vraagt. Kijk niet slechts naar rentecoupon en aflossingsdatum, maar ook naar de aard van de vordering (preferent, concurrent of achtergesteld), aflossingsclausules en andere grappen en grollen in de voorwaarden. Net als Graham meen ik dat het in het algemeen onverstandig is om obligaties te kopen met een lange looptijd. Kortlopende obligaties fluctueren doorgaans niet veel in prijs en als zodanig zijn ze een uitstekend middel om te ruilen in aandelen, als meneer Markt het weer eens op zijn heupen krijgt. Anders dan andere analisten weigert Graham winsttaxaties te maken voor bedrijven die hij bezag in zijn gepubliceerde werk. De gedachte daarachter is dat winsttaxaties voor komende jaren een veel te onzekere basis zijn om een beleggingsbeslissing op te baseren. Natuurlijk had hij wel zijn gedachten omtrent winsttaxaties maar hij achtte het zinvoller om zich te verlaten op de bewezen historische winstcapaciteit van een bedrijf, dan op onzekere projecties voor de toekomst.

De heersende leer in het wereldje is goed te kijken wat er in de economie gebeurt, dan bedrijfstakken te vinden die het meest van bepaalde trends profiteren en vervolgens de beste bedrijven te vinden. Dat werkt meestal niet: goede bedrijven zijn veelal populair en daarom duur en de hooggespannen verwachtingen moeten wel waargemaakt worden, want anders volgen koersafstraffingen. Impopulaire aandelen zijn doorgaans

goedkoper, er zit weinig verwachtingswaarde in de prijs en positieve ontwikkelingen kunnen leiden tot een hogere winst en een hogere koers/winstverhouding. De paradox in de beleggingswereld is dat men er doorgaans goed aan doet om succesvolle, bekende bedrijven links te laten liggen.

### Leren is winnen

De aanpak van Graham is niet een gemakkelijke weg tot het fortuin. De meeste mensen ontbreekt het aan vaardigheid, tijd en doorzettingsvermogen om op zijn manier te werk te gaan. Maar wanhoop niet; voor wie wil leren van Graham is er veel te winnen, als een paar hoofdzaken niet uit het oog worden verloren: Stel je grondig op de hoogte, verzamel informatie over je beleggingen en breng daar systeem in aan. Als je dat niet doet, plaats je je welbewust in een achterstandspositie ten opzichte van degenen die dat wel doen.

Wees kritisch, ook en misschien wel juist, tegenover beleggingsadviseurs. Bestudeer de ins en outs van producten die worden aangeboden. Begin bij de kleine letters en eindig bij de reclameslogans.

Bedenk dat je het niet bij het rechte of het verkeerde eind hebt omdat de grote massa het al dan niet met je eens is. Je hebt het bij het rechte eind wanneer je je grondig verdiept hebt in een situatie en op basis van plausibele overwegingen tot een degelijke conclusie bent gekomen.

### Voortborduren op de grondlegger

De denkwereld van Graham heb ik me in de loop van de jaren - met veel vallen en opstaan - eigen gemaakt. Dat neemt niet weg dat ik een eigen beleggingsstijl heb ontwikkeld. Een stijl die voortborduurde op zijn gedachtegoed en die is aangepast aan mijn beperkte vaardigheden, aan mijn temperament en aan de mate van risico waar ik me senang bij voel.

In mijn visie dient een belegging te voldoen aan drie eisen om in aanmerking te komen voor opname in een beleggingsportefeuille:

#### 1. Prijs lager dan de waarde

Op het moment van aankoop dient de 'prijs' lager te zijn dan de achterliggende 'waarde'. De crux zit natuurlijk in de berekening van de 'achterliggende waarde' of op zijn minst een benadering daarvan. De waarde van de som der delen van een onderneming, de vergelijking met branchegenoten in binnen- en buitenland en het kasstroomgenererend vermogen zijn drie voorbeelden

van de mogelijke middelen om te komen tot vaststelling van een bandbreedte waarin de 'waarde' zou moeten liggen. Een bandbreedte, want het benaderen van de achterliggende waarde van een onderneming is natuurlijk geen wiskundige exercitie die leidt tot een exact getal.

## 2. Aanwezigheid van een gangmaker

Er dient sprake te zijn van een concrete factor, een katalysator, die er naar redelijke inschatting voor zal zorgen dat de onderwaardering van een onderneming op enig moment verdwijnt. Die factor kan bijvoorbeeld zijn de verkoop van een verliesgevend bedrijfs onderdeel of een overname van een branchegenoot. Te denken is ook aan wisselingen in het management van een onderneming of aan een brief zoals ABN Amro in het voorjaar van 2007 ontving...

Het kan van alles zijn, niet in de laatste plaats echter het verstrijken van de tijd. De Duitse bombardementen op Londen in de zomer van 1940 en de Japanse aanval op Pearl Harbour in 1941 leidden destijds begrijpelijkerwijs tot grote consternatie en ferme koersdalingen op de respectievelijke beurzen. Enkele maanden later was het beursleed weer geleden en herstelden de koersen zich tot de niveaus van vóór deze buitengewoon dramatische gebeurtenissen.

## 3. Vier procent cashrendement

Tot slot stel ik de eis - weliswaar niet aan iedere individuele belegging, maar wel aan de portefeuille in zijn totaliteit - dat er sprake is van een cashrendement van circa vier procent. Dat maak je als belegger ook op middellange staatsleningen en ik zou niet weten waarom je die eis niet ook zou mogen stellen aan een gespreide effectenportefeuille.

De wens in ieder geval een cashrendement te maken van zo'n vier procent hangt samen met een aantal overwegingen:

Het is in de ervaring van veel beleggers, mezelf inclusief, een plezierige zaak om -onafhankelijk van koersuitslagen - regelmatig bedragen uit dividenden en coupons bijgeschreven te krijgen op de bankrekening. In tijden van algemene koersdalingen dalen aandelen van ondernemingen die een behoorlijk dividend opleveren doorgaans minder dan het gemiddelde.

Gecorrigeerd voor inflatie is het totale rendement op aandelen gemeten over zeer lange perioden zo'n zes procent. Die zes procent is opgebouwd uit vier procent dividendrendement en twee procent koerswinst per jaar. Deze twee procent koerswinst komt veel mensen

erg laag voor. Bedenk echter dat die twee procent 'prijsstijging' van ondernemingen overeenkomt met de gemiddelde reële economische groei in de laatste tientallen jaren. Door vier procent cashrendement te eisen heb je als belegger al tweederde binnen van wat je statistisch mag verwachten over een zeer lange periode.

## Inspelen op incidenten

Naast de drie bovengenoemde 'eisen' geef ik de nodige aandacht aan voldoende spreiding van belangen in een effectenportefeuille. In dat kader streef ik ernaar individuele beleggingen te vinden die niet al te zeer gecorreleerd zijn. Dus niet een vermogen geheel beleggen in 'Euronext-Amsterdam-aandelen' maar ook in buitenlandse fondsen. Kies voor ondernemingen die profiteren van een stijging van de olieprijs, de rente, de dollar, of wat ook. Maar vergeet ook vooral de ondernemingen niet die juist baat hebben bij een daling van de prijs van olie, van de rente en van de dollar.

Het zal duidelijk zijn dat ik als rechtgeaarde waardebelegger niet veel heb met macro-economische ontwikkelingen en trends. Veel belangrijker dan dat is het proberen in te spelen op gebeurtenissen bij of rond concrete bedrijven. In het voorjaar van 2007 bood de openbaar gemaakte brief van TCI aan de directie van ABN Amro en al wat daaruit voortvloeide een geweldige beleggingskans in de aandelen ABN Amro. Daarbij komt dat met het vorderen van de biedingstrijd rond Dé Bank het duidelijk werd dat linksom of rechtsom na de overname miljarden euro's vrij zouden komen die door beleggers, happig op een encore, deels geïnvesteerd zullen worden in banken als Kas Bank, Van Lanschot en SNS Reaal, met alle gevolgen van dien voor de koersen van die fondsen. Aan de andere kant van het spectrum bood het drama rond de Engelse bank Northern Rock ook niet te versmaden kansen voor alerte beleggers.

## Lege etalage

Ten slotte zou ik nu mijn visie op de nabije toekomst moeten etaleren. Ik kan echter niet anders dan toegeven daarover niet veel ideeën te hebben, althans geen ideeën die relevant zijn voor mijn beleggingsbeleid. En om dat laatste gaat het. Ik meen dat het Warren Buffett was aan wie eens gevraagd werd hoeveel tijd hij besteedde aan het volgen van het economisch nieuws. 'Dertien minuten' was het antwoord. 'Per dag?' 'Nee, per jaar.' •

## De kredietcrisis van 2007

# Déja vu all over again

De uitspraken van Yogi Berra, een oude honkbalheld uit de Verenigde Staten, staan bekend als Yogi-isms, vrij vertaald 'Cruiffiaanse uitspraken'. Toen hij het had over Déja vu all over again had hij het niet over de huidige crisis in de financiële markten maar het is naar onze mening buitengewoon toepasselijk.

| Najib Nakad

**E**lke crisis roept de angst op dat het hele systeem in elkaar zal storten. Echter de historie leert dat crises (veel) vaker voorkomen dan men aanneemt. Ze komen regelmatig voor en sommige zijn bovendien - over een langere termijn bekeken, langer dan één generatie beleggers - bijna exacte kopieën van elkaar. Terugkijkend op de recente crises (dot-com bubbel boekhoudschandalen, faillissement Rusland, Azië-crisis) speculeren sommige analisten dat dit allemaal de gevolgen zijn van het afschaffen van de goudstandaard waardoor niets centrale banken weerhoudt om de geldpers ongelimiteerd te laten draaien. In zijn boek 'Manias, Panics and Crashes' laat Charles P. Kindleberger echter een historie van crises zien vanaf het begin van de zeventiende eeuw. Het belangrijkste van dit boek is dat de auteur uit alle voorbeelden een structuur en volgorde van de verschillende fasen van een crisis heeft gedestilleerd. Maar zelfs voordat dit boek in 1978 verscheen, was het voor zeer succesvolle beleggers allang duidelijk waar de werkelijke oorzaak ligt voor het regelmatig terugkeren van een crisis.

*'The methods of high finance have undergone salutary changes and there are more laws and restrictions designed to protect the public. And still the public loses money as easily as ever, because, though methods change and laws multiply and predatory wealth is curbed, the sucker is still the sucker. He is protected against everybody - except himself; and against everything - except the delusion of easy money.'*

Handelaar Jesse Livermore in 'Reminiscences of a Stock Operator' uit... 1922!

Hoewel hier sprake was van een fictieve biografie was de reden van het ontstaan van de diverse crises geen geheim. Sterker nog, één van de favoriete boeken van Jesse Livermore was 'Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds' door Charles Mackay uit 1841!

### Weer niet anders

Terug naar de anatomie van een crisis volgens Charles P. Kindleberger. hij stelt dat er om te beginnen een gebeurtenis moet zijn die de

potentie heeft om de fantasie van beleggers op hol te brengen. Deze gebeurtenis stelt mensen in staat om te zeggen 'Dit keer is het anders'. Ook wel bekend als de vijf gevaarlijkste woorden in ons vak. Ten tweede moet er een object of meerdere objecten zijn waarin dit optimisme tot uitdrukking gebracht kan worden. Om de manie goed aan te wakkeren moet er bovendien sprake zijn van een ruim monetair beleid.

Tot zover is iedereen blij en gelukkig. Vervolgens gebeurt er iets waaruit blijkt dat het deze keer (weer) niet anders is. Na een periode waarin de prijzen fors onderuit gaan, is er meestal sprake van de zogenoemde 'lender of last resort', tegenwoordig altijd de centrale bank, die het systeem redt of in ieder geval de implosie tot staan brengt. Dit laatste is vroeger niet altijd gebeurd waardoor de ontstane crisis economisch zware consequenties met zich meebracht. Hoewel ook nu weer de discussie wordt gevoerd of de centrale bank wel had moeten instappen om de 'speculanten te redden', is historisch gebleken dat het veel erger is als de centrale bank nalaat om de zaak te redden.

#### Om de analyse te verduidelijken gebruiken we het voorbeeld van de internetbubbel:

**GEBEURTENIS:** opkomst world wide web (www), ofwel het internet.

**OBJECT:** aandelen (liefst zonder winst) van internetondernemingen.

**MONETAIR BELEID:** was vanaf 1997-1998 ruim te noemen om de vorige crisis het hoofd te bieden: Azië-crisis, gevolgd door het faillissement van Rusland en de implosie van LTCM, een hedgefund met 130 miljard dollar onder beheer.

**REALITEIT KEERT TERUG:** gaan deze ondernemingen wel ooit winst maken? Opzichtig cashen door oprichters (World Online!).

**LENDER OF LAST RESORT:** het Amerikaanse stelsel van centrale banken door de rente naar 1% te verlagen en daar lange tijd te houden. Hetgeen ons inziens de kiem legde voor de huidige crisis.

## NED DAVIS RESEARCH. INC.

## CHART OF THE DAY

11 SEPTEMBER 2001

Our updated table of crisis events is featured in the table below (study T\_900). It shows that the DJIA has dropped by a median of 5% during crisis events, but has rallied afterwards. The table's implication is that after an initial negative reaction to today's tragic events, a recovery could be expected. Of course, the list is subjective, and even the reaction dates are subject to interpretation in some cases. Please let us know if you would like to see the table modified in any way. Future NDR publications will have more details and perspectives, including statistics on the performance of other assets during and after previous crises.

## CRISIS EVENTS, DJTA DECLINES AND SUBSEQUENT PERFORMANCE

Event	Reaction Dates	Date Range	% Gain/Loss	Days After Reaction Dates		
				22	63	126
Fall of France	05/09/1940 - 06/22/1940		-17.1	-0.5	8.4	7.0
Pearl Harbor	12/06/1941 - 12/10/1941		-6.5	3.8	-2.9	-9.6
Truman Upset Victory	11/02/1948 - 11/10/1948		-4.9	1.6	3.5	1.9
Korean War	06/23/1950 - 07/13/1950		-12.0	9.1	15.3	19.2
Eisenhower Heart Attack	09/23/1955 - 09/26/1955		-6.5	0.0	6.6	11.7
Sputnik	10/03/1957 - 10/22/1957		-9.9	5.5	6.7	7.2
Cuban Missile Crisis	10/19/1962 - 10/27/1962		1.1	12.1	17.1	24.2
JFK Assassination	11/21/1963 - 11/22/1963		-2.9	7.2	12.4	15.1
U.S. Bombs Cambodia	04/29/1970 - 05/26/1970		-14.4	9.9	20.3	20.7
Kent State Shootings	05/04/1970 - 05/14/1970		-4.2	0.4	3.8	13.5
Arab Oil Embargo	10/18/1973 - 12/05/1973		-17.9	9.3	10.2	7.2
Nixon Resigns	08/09/1974 - 08/29/1974		-15.5	-7.9	-5.7	12.5
U.S.S.R. in Afghanistan	12/24/1979 - 01/03/1980		-2.2	6.7	-4.0	6.8
Hunt Silver Crisis	02/13/1980 - 03/27/1980		-15.9	6.7	16.2	25.8
Falkland Inlands War	04/01/1982 - 05/07/1982		4.3	-8.5	-9.8	20.8
U.S. Invades Grenada	10/24/1983 - 11/07/1983		-2.7	3.9	-2.8	-3.2
U.S. Bombs Libya	04/15/1986 - 04/21/1986		2.6	-4.3	-4.1	-1.0
Financial Panic '87	10/02/1987 - 10/19/1987		-34.2	11.5	11.4	15.0
Invasion of Panama	12/15/1989 - 12/20/1989		-1.9	-2.7	0.3	8.0
Gulf War Ultimatum	12/24/1990 - 01/16/1991		-4.3	17.0	19.8	18.7
Gorbachev Coup	08/16/1991 - 08/19/1991		-2.4	4.4	1.6	11.3
ERM UK-Currency Crisis	09/14/1992 - 10/16/1992		-6.0	0.6	3.2	9.2
World Trade Center Bombing	02/26/1993 - 02/27/1993		-0.5	2.4	5.1	8.5
Russia Mexico Orange County	10/11/1994 - 12/20/1994		-2.8	2.7	8.4	20.7
Oklahoma City Bombing	04/19/1995 - 04/20/1995		0.6	3.9	9.7	12.9
Asian Stock Market Crisis	10/07/1997 - 10/27/1997		-12.4	8.8	10.5	25.0
U.S. Embassy Bombings Africa	08/07/1998 - 08/10/1998		-0.3	-11.2	4.7	6.5
Russian LTCM Crisis	08/18/1998 - 10/08/1998		-11.3	15.1	24.7	33.7
<b>Mean</b>			<b>-7.1</b>	<b>3.8</b>	<b>6.8</b>	<b>12.5</b>
<b>Median</b>			<b>-4.6</b>	<b>3.9</b>	<b>6.7</b>	<b>12.1</b>

Een voorbeeld van research waaruit blijkt dat verkopen op de dag van een heftige gebeurtenis gemiddeld genomen een slecht idee is, gepubliceerd op 11 september 2001.

Het boek van Charles P. Kindleberger bevat talloze voorbeelden en het opvallende is dat de objecten en industrieën waarin wordt gespeculeerd met een zekere regelmaat terugkeren.

Speculeren in vreemde valuta? 1921 (Duitse Mark), 1924 (Franse Frank), 1931, 1964 (Britse pond), 1973, 1980-1985 (Amerikaanse dollar). Of wat dacht u van grondstoffen? Daar is de lijst nog langer (1799, 1836, 1847, 1857, 1861, 1888, 1907).

Zonder te stellen dat speculeren in grondstoffen aan de basis van de volgende crisis ligt, kunnen we er natuurlijk de analyse van Kindleberger op loslaten:

Gebeurtenis: opkomst China (met name), India, Rusland en Brazilië. Object(en): grondstoffen. Deze keer is het anders door opkomst van miljarden nieuwe consumenten. Wat meehelpt is dat op grondstoffen moeilijk een koers/winstverhouding of iets dergelijks valt te plakken. Monetair beleid: ruim, om de huidige kredietcrisis het hoofd te bieden. Toeval dat sindsdien bijvoorbeeld de prijs van olie is verdubbeld. Realiteit keert terug: ? (verhoogde productie, alternatieve (energie)

bronnen, sterke economische vertraging in genoemde landen)  
Lender of last resort: ? (centrale banken naar alle waarschijnlijkheid)

### Triomf voor de optimist

Na deze opsomming van (potentiële) ellende zou je bijna de enorme toename in welvaart vergeten die de afgelopen eeuwen is gerealiseerd. De geschiedenis leert dat elke crisis, hoe ernstig ook, ook weer voorbijgaat en dat de wereldeconomie weer een paar stappen vooruit zet. Het boek 'Triumph of the Optimists' dat voor het eerst uitkwam in 2002 bevat een studie naar de lange termijn rendementen op aandelen vanaf 1900 tot 2000. Het gemiddelde reële rendement (voor inflatie dus) op aandelen lag tussen de vijf en de zeven procent, ondanks alle ellende die over de wereld is uitgestort tijdens die periode. Onze conclusie kan alleen maar zijn dat crises een onderdeel zijn van een normale economische ontwikkeling en dat diegene die voor de langere termijn investeert juist moet proberen te profiteren van de hoger dan gemiddelde rendementen die geboden worden tijdens crisisperiodes (zie figuur hierboven). Cruciaal blijft natuurlijk het nuchter blijven kijken naar de waardering en ontwikkeling van de ondernemingen. •

Value beleggen en de specerijenroute:

# Effectenhandel sinds 1602

Een zeer brede selectie aan effectenhuizen, private banks, private equity-huizen en hedgefunds doen hun best om de gunst van de belegger te winnen. In dit speelveld belegt Dresdner VPV al jarenlang volgens het value-principe. Wat is value-beleggen nu eigenlijk, waarom is VPV zo overtuigd van juist deze stijl van beleggen en wat zijn de overeenkomsten met de financiers van schepen in de zeventiende eeuw?

| Mark Vermeulen

In de geschiedenis van het wereldwijd beleggen in effecten is het jaar 1602 van groot belang. In dit jaar werd de Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC) opgericht. Nederland was in die tijd een zeer dominante speler op de wereldzeeën en wist door zijn kennis en kunde in de scheepvaart uit te groeien tot een welvarend en machtig land met verschillende koloniën. Door de toenemende kapitaalsbehoefte van de VOC om de lange reizen langs de specerijenroutes te kunnen bekostigen, trok de compagnie naast de financieringsstroom vanuit welvarende steden als Amsterdam, Delft en Haarlem ook privaat geld aan. Zelfs voor de meest welvarende particulieren uit die tijd is een investering in een enkel project risicovol en zodoende ontstaat het idee van vrij verhandelbaar papier dat recht geeft op een gedeelte van de opbrengst. Het aandeel is geboren. Met de opkomst van aandelen beginnen ook de praktijken van speculanten op te komen. In 1609 is er het eerste slachtoffer van een heuse 'short-squeeze'. Isaac Le Maire, een rijke handelaar en medeoprichter van de VOC, raakt in onmin met de compagnie en probeert door het verspreiden van valse geruchten de koers van VOC-aandelen omlaag te krijgen. Wanneer dit als gevolg van aanhoudende VOC-successen niet lukt, moet hij zijn verkochte aandelen tegen veel hogere prijzen terug kopen en verliest hij zijn gehele vermogen. Ook is er in deze tijd al sprake van een officiële toezichthouder. Het takenpakket van deze prille voorloper van de AFM zag er echter anders uit dan dat van vandaag de dag. Zo waren er in die tijd regels als: 'het is verboden om enig geweer op iemand te richten of iemand te slaan of te stoten op straffe van verminking van de rechterhand' (bron: [www.afm.nl](http://www.afm.nl)).

Ondanks de enorme ontwikkelingen en veranderingen die sinds 1602 hebben plaatsgevonden staat een aantal essentiële grondbeginselen nog steeds overeind. In 400 jaar is er wat dat betreft eigenlijk helemaal niet eens zoveel veranderd.

## Behouden vaart

De eerste investeerders in (scheeps)aandelen kwamen voor dezelfde dilemma's te staan als de hedendaagse belegger. De belegger van toen kon nog niet beschikken over hetzelfde brede pakket aan investeringsmogelijkheden, maar moest binnen de keuzes die hij had dezelfde afwegingen maken als de belegger van vandaag. Ging hij voor risicovolle reizen naar Oost-Indië, koos hij voor kortere reizen met een meer zekere uitkomst of investeerde hij in expedities die wellicht nieuwe handelsroutes of specerijen bloot konden leggen, maar er ook voor konden zorgen dat hij met lege handen (of erger nog: niet) thuis kon komen?

De value belegger van toen deed eigenlijk exact hetzelfde als wat wij vandaag de dag proberen te doen. Om tot een rationele keuze te komen is het maken van huiswerk vereist. Alvorens te beleggen in een project, of het nu een schip of een industrieel conglomeraat betreft, dient de value belegger te beschikken over alle relevante informatie van het betreffende project.

Om de kans op een behouden vaart zo groot mogelijk te houden dient een schip in goede staat te zijn. Een goede belegger inspecteert het schip en probeert alle sterke en zwakke punten te achterhalen. Verder is het van belang om te kunnen vertrouwen op een goede stuurman, die zijn schip niet op de eerste de beste zandbank parkeert. Ook is het uiteraard van belang om een inschatting te maken van de potentiële opbrengst van de lading. De schipper



kan zijn schip tot de nok toe vullen met goederen waarvan de waarde pas bij thuiskomst vast te stellen is, of hij kan kiezen voor producten die weliswaar niet tot woekerwinsten zullen leiden maar wel dermate waardevast zijn dat er bij thuiskomst in ieder geval een mooie winst kan worden geboekt. En dan hebben we nog de weersomstandigheden...

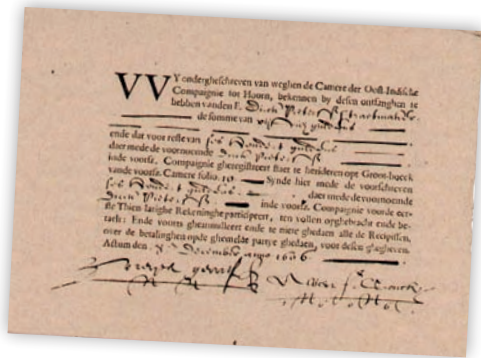
### Geen paniek

Bij mooi zonnig weer en een kalme zee zullen de handelaren in aandelen Schip X een optimistische kijk op de slagingskans hebben. De kans op schipbreuk lijkt immers minimaal. Enige tijd later kan deze visie echter volledig omslaan. Nadat er berichten binnenkomen over een gezonken schip en bij het zien van de ruige zee raken de handelaren in paniek. De gunstige vooruitzichten van Schip X, dat inmiddels van de kade is vertrokken richting Oost-Indië, lijken plotseling heel wat

minder gunstig en als gevolg daarvan verkopen de paniekerige handelaren hun aandeel in het schip.

Dit zijn interessante situaties voor de rationele value belegger. Ondanks het slechte weer weet de value belegger dat het schip in optimale conditie is. Tevens heeft de kapitein deze route al vele malen gevaren en kent hij het gebied als zijn broekzak. De kans op succes is zodoende nog steeds dermate hoog dat er voor zinken niet direct gevreesd hoeft te worden. In dit soort situaties koopt de rationele value belegger tegen aantrekkelijke prijzen de aandelen van de in paniek geraakte handelaren.

Zoals de weersomstandigheden toen het sentiment bij de investeerders in schepen beïnvloedden, wordt het gemoed van de hedendaagse belegger vooral gekleurd door de vooruitzichten van de (wereld)economie. Beleggers laten zich in hun beslissing om al dan niet te beleggen in aandelen of andere waardepapieren



VOC-aandeel uit 1602

leiden door de economische vooruitzichten. Hoewel de waarde van een aandeel op kortetermijn inderdaad heftig kan fluctueren als gevolg van economische cycli, is de waardeontwikkeling op de langetermijn meer afhankelijk van fundamentele karakteristieken waar een onderneming al dan niet aan voldoet. Het voorspellen van weersomstandigheden is een zeer moeilijke taak, als de lucht net lijkt op te klaren kan er plotseling een enorme onweersbui overtrekken. Het is daarom veel belangrijker om een goede inschatting te maken van de kwaliteit van het schip, omdat weersomstandigheden nu eenmaal een gegeven zijn en vooraf lastig in te schatten. Als we aandelen bekijken met een zeer langetermijnfocus, dan kunnen we er zeker van zijn dat er in die periode zowel tijden van hoogconjunctuur als perioden van diepe recessie vallen. Het is daarom niet zo zeer van belang wat een onderneming zal gaan verdienen op een bepaald moment in de economische cyclus, maar meer wat de onderneming gemiddeld kan verdienen over de gehele cyclus heen. Daarbij is echter van groot belang dat de onderneming te allen tijde sterk genoeg is om een tijdelijke dip op te kunnen vangen. Het beschikken over een sterke balans is daarom van levensbelang.

### Tegen de stroom in

Omdat beleggers over het algemeen enthousiast zijn in tijden van voorspoed en pessimistisch zijn wanneer het tijdelijk tegen zit, is er vanuit een value-perspectief de meeste waarde te behalen in tijden van pessimisme. Een value-belegger die met een langetermijnvisie naar aandelen kijkt, zal zodoende vaak tegen de stroom in aan het roeien zijn. Wanneer iedereen zijn aandelen aanbiedt, zijn de prijzen vaak het gunstigst zodat er zich mooie kansen kunnen voordoen. Omgekeerd moet een value-belegger gas terugnemen als aandelen een rooskleurige toekomst hebben, er is dan nog weinig ruimte voor een positieve verrassing. Een value-belegger ziet kansen als er kwalitatief goede ondernemingen, als gevolg van een bepaald incident of tijdelijke omstandigheid, op een korting te

koop zijn. Kwantitatieve maatstaven als het dividendrendement en de koers/winstverhouding kunnen value-situaties aan de oppervlakte brengen, maar onderwaardering kan soms ook dieper verstopt zitten in bijvoorbeeld vastgoed, een flinke kaspositie of een waardevol patent. Het is daarom zaak om te beschikken over alle relevante informatie die van belang is bij de waardering van een onderneming.

De aandelenbelegger zou zich moeten gedragen als ware hij de eigenaar van de betreffende onderneming. Hij is dit namelijk ook, zij het slechts voor een beperkt gedeelte.

Een belegger moet, net als een goede ondernemer, opportunistisch zijn op momenten waarop de concurrentie dit niet is. Een koper heeft de beste onderhandelingspositie wanneer er vrijwel geen concurrentie is van andere kopers. Een belegger moet zich echter wel realiseren dat het een tijd kan duren voordat hij het gelijk aan zijn zijde krijgt. Het is zeer moeilijk te voorspellen hoe lang paniek of euforie kan aanhouden. Bij de selectie van aandelen vinden wij daarom het dividendbeleid van groot belang. Ondernemingen met een hoog dividendrendement bieden de belegger een tastbare vergoeding voor het beschikbaar stellen van kapitaal gedurende de periode die het duurt om de onderwaardering eruit te laten komen. Ook worden bestuurders gedwongen om alleen de beste investeringsplannen door te zetten, daar een groot gedeelte van de winst direct wordt uitgekeerd aan de aandeelhouder.

### Professionalisering

De handel in aandelen heeft sinds het prille begin in de zeventiende eeuw, een enorme ontwikkeling doorgemaakt. Langzaam werden ook andere ondernemingen door middel van aandelenuitgifte gefinancierd en na verloop van tijd kreeg de beurshandel een eigen fysieke locatie. De professionalisering ging door en vandaag de dag is er een zeer omvangrijke industrie ontstaan die aan grote groepen mensen arbeid verschaft. In dit proces is de manier waarop beleggers naar aandelen kijken langzaam geëvolueerd. Door de opkomst van alternatieve methoden om investeringsbeslissingen te nemen, zoals Technische Analyse, relatieve waardestrategieën en momentumindicatoren, worden beleggers overspoeld met een grote hoeveelheid data en advies.

Ondanks al deze ontwikkelingen denken wij dat er de afgelopen 400 jaar eigenlijk niet eens zo veel veranderd is in de manier waarop je naar investeringsprojecten zou moeten kijken. In tijden van storm is het prettig om te weten dat je beschikt over een solide schip. Een dertigdaags gemiddelde koersgrafiek gaat je op zo'n moment niet naar de kade brengen... •

# De psychologie achter het beleggen

De aandelenmarkt en de belegger opereren niet alleen rationeel. Beleggen heeft ook een emotionele kant. Een beschrijving van de psychologische processen die beleggen beïnvloeden.

| Arjan van Tongeren

**D**e psychologie achter het beleggen kreeg al in het begin van de vorige eeuw aandacht in de beleggerswereld, zoals uit de citaten van Graham (zie pagina 15) en Baruch blijkt. Lange tijd heerste het idee dat de aandelenmarkt en de individuele belegger gevrijwaard waren van enige irrationaliteit. Pas in de jaren negentig van de vorige eeuw kregen, onder de noemer 'behavioral finance', de onderzoekers erkenning die het bewijs leverden dat beleggers systematisch fouten maakten in de verwerking van informatie. Dit artikel geeft een beschrijving van de psychologische processen die aan deze beoordelingsfouten ten grondslag liggen.

## Overmatig optimisme en overmoed

Mensen overschatten hun vermogen goede besluiten te kunnen nemen. In het gedrag van investeerders zijn de gevolgen van deze veel voorkomende beoordelingsfout goed te zien. Overmatig optimistische en overmoedige beleggers zijn geneigd meer te handelen (en de hogere commissiekosten voor lief te nemen), risicovollere beleggingen te doen en weinig spreiding in de portefeuille aan te brengen. Een drietal psychologische processen verklaren dit optimisme en deze overmoed:

Veel mensen schrijven succesvolle resultaten toe aan hun eigen kundigheid. De rol van toeval in successituaties onderschatten zij vaak. Bij verlies zijn mensen juist eerder geneigd hun eigen invloed op het resultaat te onderschatten door de rol van het toeval te overdrijven. Mensen hebben vaker het gevoel de situatie onder controle te hebben dan daadwerkelijk het geval is. Deze 'illusie van controle' wordt onder andere versterkt door:

### Participatie in de besluitvorming

Als mensen bijvoorbeeld in een 'kop of munt'-spel zelf mogen beslissen op welke kant zij gokken, hebben zij een grotere verwachting van succes. Dit fenomeen kan de toename van het aantal 'no-advice' brokers verklaren.

### Participatie in de uitvoer

Als in datzelfde 'kop of munt'-spel mensen zelf de munt mogen gooien, versterkt dat ook het gevoel controle te hebben op de uitkomst. Investeerders vergroten hun participatie in de uitvoer door het werken met 'discount' brokers waardoor zij zelf verantwoordelijk zijn voor de informatieverzameling en -evaluatie, koop- en verkoopbesluiten en de daadwerkelijke verhandeling.

### Toename in de hoeveelheid beschikbare informatie

Mensen overschatten vaak het belang of de extremiteit van nieuwe informatie. Ze leggen te weinig nadruk op de nauwkeurigheid en de betrouwbaarheid van de informatie.

### Vroegtijdig positief effect

Als mensen in een 'kop of munt'-spel de eerste paar worpen succes hebben met hun gok, versterkt dat het geloof de uitkomst van de volgende worp te kunnen voorspellen.

### Bekendheid met de taak

Bekendheid met de taak versterkt het gevoel van controle in de uitvoering van de taak. Dat geldt ook voor beleggen.

### Mensen overschatten hun kennis

Veel mensen geloven dat 'toename in informatie gelijk is aan toename in kennis'. Echter, interpretatiefouten van de verkregen informatie leiden tot een illusie van kennis. Interpretatiefouten ontstaan door te weinig expertise en door mentale, emotionele, en sociale processen die aan de verwerking van de informatie ten grondslag liggen.

'What drives the prices of stocks up or down is not the impersonal economic forces or changing events but the human reactions to these happenings. The constant problem of the speculator or analyst is how to disentangle the cold, hard economic facts from the rather warm factors of human psychology which come with these facts.'

(*'My own story'*, Bernard M. Baruch, 1957)

### Vermijden van verlies

Gevolgen van verliesvermijdend gedrag bij investeerders zijn bijvoorbeeld: aandelen die in waarde gestegen zijn, te snel verkopen. Andersom worden aandelen die in waarde dalen, te lang aangehouden in de verwachting weer op break-

even te komen. Beleggers zijn dus bereid meer risico te nemen om verlies te voorkomen dan om winst te vergroten.

Vooral in een groeiende markt houdt men aandelen die in waarde zijn gedaald te lang aan. Dit omdat in zo'n situatie het verlies

**Een korte uitwerking van de behandelde short-cuts of vooroordelen:**

**REPRESENTATIVENESS BIAS.** Door te weinig informatie, tijd of ervaring neemt de belegger besluiten op grond van een beperkt aantal observaties. Hij is geneigd aan te nemen dat in die waarnemingen de werkelijkheid in ware proporties is gerepresenteerd. Door blootstelling aan extremere of meer toevallige situaties kunnen beleggers verbanden tussen factoren leggen die in de werkelijkheid nauwelijks correleren.

**AVAILABILITY BIAS.** Inschattingfouten voor toekomstige resultaten, ontstaan doordat mensen de werkelijke frequentie van gebeurtenissen koppelen aan de snelheid waarmee zulke gebeurtenissen in het geheugen naar boven komen. Dat laatste kan echter sneller of langzamer zijn dan in de werkelijkheid, doordat de herinnering wordt beïnvloed door tijd, emotie en later verkregen informatie.

**FAMILIARITY BIAS.** Mensen hebben voorkeur voor dat wat bekend is. Daardoor investeren mensen vaak binnen de landsgrenzen, in grote bedrijven die veel in het nieuws komen en in het bedrijf waar men zelf voor werkt. Hierdoor zijn de portefeuilles vaak minder divers en loopt de belegger volgens de moderne portfoliotheorie onnodig veel risico.

**Beleggers ervaren een verlies over het algemeen enkele malen sterker dan een winst. Neem het volgende gedachte-experiment:**

*De Verenigde Staten bereiden zich voor op een virusuitbraak waarvan verwacht wordt dat deze 600 mensen zal doden.*

*Er zijn twee alternatieven om de uitbraak tegen te gaan.*

*Programma A: 200 mensen zullen worden gered.*

*Programma B: er is een kans van 1/3 dat 600 mensen worden gered en een kans van 2/3 dat niemand wordt gered.*

Programma A is het populairst. Men heeft de neiging de keuze te baseren op het vermijden van verliezen. Mensen zijn (vooral in complexe situaties met veel keuzemogelijkheden) geneigd vast te houden aan wat ze hebben (status quo bias).

De gevolgen van de programma's kunnen ook als volgt worden geformuleerd:

*Programma A: 400 mensen zullen sterven*

*Programma B: er is een kans van 1/3 dat niemand sterft en een kans van 2/3 dat 600 mensen sterven.*

Nu zal men eerder voor B kiezen, wederom omdat men verliezen wil vermijden.

Of mensen iets als een verlies of als een winst ervaren, hangt dus af van het referentiepunt dat men gebruikt (in het voorbeeld de formulering van de keuzemogelijkheden). Voor investeerders kan de aankoopprijs van een aandeel zo'n referentiepunt zijn, net als de hoogste prijs van het afgelopen jaar, de prestaties van collega's en concurrenten of belangrijke indexen. Ook een emotionele toestand als hechting ('attachment') kan het referentiepunt bepalen.

duidelijk aan het eigen falen is toe te schrijven. Hoewel de belegger na een verkoop met verlies in een groeiende markt snel de winst weer kan pakken met een nieuwe portefeuille, wacht hij af in afwachting van herstel.

Portfoliomanagers hebben sterk de neiging aandelen te kopen van large cap-bedrijven die algemeen goed aangeschreven staan. Dit omdat conventioneel falen persoonlijk minder wordt aangerekend dan onconventioneel falen. Veel managers worden op hun prestaties ten opzichte van een index afgerekend.

Beleggers mijden verliezers: bedrijven met een lage marktwaarde of een lage winst. Bedrijven met een historie van hoge winstcijfers zijn favoriet. Deze zogenoemde 'glamour stocks' kunnen dan ook een behoorlijke overwaarde hebben. Dat vergroot het beleggingsrisico omdat deze bij een winstwaarschuwing of een herwaardering snel verdampt. Dit in tegenstelling tot de 'verliezers'. De gedachte dat een goed bedrijf altijd een goede belegging is, is onjuist.

Spijt kan men ervaren in situaties waarin men iets niet of juist wel heeft gedaan. Echter de mate waarin men spijt ervaart, is niet in beide gevallen gelijk. Als een belegger besluit bij een aandeel te blijven terwijl een nieuw aandeel beter presteert ten opzichte van dat aandeel, is dat spijtig ('regret of omission'). Maar gevoelsmatig niet zo spijtig als wanneer een oud aandeel wint ten opzichte van het nieuwe aandeel en de overstap wel is genomen ('regret of commission'). Omdat men vaak emotioneel meer gehecht is aan het oude aandeel, gebruikt de belegger dat als referentiepunt.

Het verkopen/afgeven van een bezit heeft emotioneel meer impact dan het kopen/verkrijgen van iets nieuws met een economisch vergelijkbare (of zelfs iets hogere) waarde. Hierdoor vraagt men te veel voor een verkoop en biedt men te weinig voor een aankoop waardoor de status quo eerder gehandhaafd blijft.

De pijn die de belegger ervaart na een verlies is niet altijd hetzelfde. Als verliezen elkaar opvolgen, is de pijn sterker. De angst om pijn te lijden, neemt in zo'n situatie toe, waardoor de belegger minder risico

gaat nemen. Een daling in de koers zet eerder aan tot verkoop. Dit is anders als de belegger verlies lijdt na een aantal winstnemingen. Dit verlies is minder pijnlijk en de belegger is dan minder geneigd risico te vermijden.

### Mentale beperkingen

#### Mentaal boekhouden

Om een beleggingsportefeuille te creëren met een minimaal risico en een maximale return, is het volgens de moderne portfoliotheorie van groot belang verscheidenheid aan te brengen in beleggingen. De mate waarin beleggingen met elkaar verband houden, bepaalt de mate waarin zij dezelfde koersbewegingen maken. Verscheidenheid van de portefeuille zit niet alleen in het type belegging zoals aandelen, obligaties en vastgoed, maar ook in economische regio's of type industrieën. Veel mensen houden voor elke belegging een afzonderlijke mentale boekhouding bij. Hierdoor ontstaat een verkeerde risicoperceptie. Het gaat immers om de totale portefeuille. Sommige risicovolle beleggingen kunnen bijvoorbeeld voor de portefeuille als geheel een risicoverlagend effect hebben, doordat zij een lage of negatieve samenhang hebben met de andere beleggingen uit de portefeuille. Verschillende behoeftes, zoals economische zekerheid en groei, hebben ieder hun eigen invloed op de opbouw van een portefeuille. Voor de zekerheid neemt men een pakket veilige beleggingen en voor de groei neemt men een pakket risicovolle beleggingen. De verscheidenheid in de portefeuille die dan ontstaat heeft niets te maken met de verscheidenheid waar de moderne portfoliotheorie op doelt. Dit omdat men de boekhouding van de pakketten afzonderlijk bijhoudt als gevolg van de verschillende persoonlijke doelen. Dit maakt dat mensen op sentimenten besluiten te kopen of te verkopen zonder daarbij de gevolgen voor hun totale portefeuille te bekijken.

#### Selectief geheugen

Het geheugen is geen opslagplaats van objectieve feiten. Emotionele factoren spelen mee in de herinnering van gebeurtenissen. Deze worden meestal zelfs beter opgeslagen dan emotioneel neutrale gebeurtenissen. Ook kan de emotionele geladenheid de herinnering van de gebeurtenis negatiever of positiever maken dan in werkelijkheid het geval was.

Een snelle stijging of daling van de koers van een aandeel heeft meer emotionele impact dan een geleidelijke stijging of daling. Hierdoor is men eerder trots over de aankoop van een aandeel dat snel gestegen is, dan over het bezit van een aandeel dat langzaam maar vergelijkbaar of zelfs meer is gestegen. En omgekeerd ervaart

'Imagine that in some private business you own a small share that costs you \$1,000. One of your partners, named Mr. Market is very obliging indeed. Every day he tells you what he thinks your interest is worth and furthermore offers either to buy you out or sell you an additional interest on that basis. Sometimes his idea of value appears plausible and justified by business developments and prospects as you know them. Often, on the other hand, Mister Market lets his enthusiasm or his fears run away with him, and the value he proposes seems to you a little short of silly. If you are a prudent investor or a sensible businessman, will you let Mr. Market's daily communication determine your view of the value of a \$1,000 interest in the enterprise?'

*('The intelligent investor', Benjamin Graham, 1949)*

men meer pijn/spijt als een aandeel snel is gedaald in vergelijking tot een aandeel dat langzaam maar vergelijkbaar of zelfs meer is gedaald. Deze inschattingfouten kunnen investeerders ertoe brengen een aandeel te snel of te laat te verkopen.

Gebeurtenissen die het zelfbeeld op losse schroeven zetten, hebben een sterke emotionele impact. Om het zelfbeeld van een

goede (rationele) belegger in stand te houden, wordt informatie die het tegendeel bewijst zo veel mogelijk uit het geheugen gefilterd door deze te negeren, te ontkennen of te bagatelliseren. Daarnaast poetst het geheugen de prestaties van de beleggingen op met informatie die het positieve beeld wel bevestigt ('self-fulfilling prophecy'). Hoewel dit afweersysteem (het zogenaemde 'cognitieve dissonantie mechanisme') op de korte termijn veel stress voorkomt, kan men in een later stadium voor onverwachte verrassingen komen te staan. Een mogelijk gevolg kan zijn dat beleggers te laat op belangrijke informatie inspelen, waardoor ze onbedoeld te veel risico nemen.

#### Mentale verwerking van complexe situaties

Investeerders moeten werken in een veld waarin vele factoren een rol (kunnen) spelen. Om in zulke complexe situaties toch snel tot besluiten te komen, maken ze vaak gebruik van short-cuts of vooroordelen. Zo creëren ze verwachtingen op grond van een beperkt aantal ervaringen, waarnemingen of analyses (representativeness bias), gaan ze af op wat er als eerste in het geheugen opkomt (availability bias) of verkiezen ze het bekende boven het onbekende (familiarity bias). Soms is het nemen van een besluit (welk dan ook) beter dan het uitstellen van een besluit totdat alle voors en tegens zijn geanalyseerd. Echter deze vooroordelen zorgen ervoor dat mensen structureel ernstige fouten maken in hun keuzegedrag en dus ook in hun beleggingen. Dat deze vooroordelen vaak lang standhouden, is te verklaren door de eerder genoemde cognitieve dissonantie mechanismen.

#### Tot besluit

Slimme beleggers weten gebruik te maken van de irrationaliteit van de gemiddelde belegger door ondergewaardeerde bedrijven op te sporen. Onder- of overwaarderingen ontstaan wanneer de markt verwachtingen van een bedrijf heeft die niet gebaseerd zijn op fundamentele analysemethodieken. •

WE GELOVEN  
MEER IN  
WAARDE DAN  
IN WAAN

**DRESDNER VPV**  
Private Wealth Management  
THE VALUE INVESTORS