

DEEL 1

DE IMPACT VAN JE EMOTIES

'The market can be irrational longer than you can stay solvent.'

– JOHN MAYNARD KEYNES

Iedereen die ooit geld op de beurs heeft verloren, weet het: beleggen is niet enkel rekenen. Het is ook voelen. Die steek in je maag als een aandeel crasht. De euforie als een positie verdubbelt. En zeker die onweerstaanbare drang om toch nog iets te doen, ook al weet je dat niets doen beter zou zijn. En die knagende twijfel als je buurman aan tafel vertelt dat hij zonet dubbel zoveel heeft verdiend als jij.

Emoties zijn niet het tegenovergestelde van rationeel denken. Emoties zijn denken, alleen dan op een oudere, snellere en minder kritische manier. In de oertijd maakte een snelle emotionele reactie vaak het verschil tussen leven en dood. Wie eerst dacht en dan pas rende, werd opgegeten. Wie eerst rende en dan dacht, overleefde. Die neurale bedrading zit nog steeds in ons, maar op de financiële markten werkt ze tegen ons. Wat ons deed overleven in het oerwoud, maakt ons kwetsbaar op de beurs.

In dit eerste deel staan we stil bij zeven emotionele denkfouten. Je zult merken dat ze over hetzelfde gaan: pijn vermijden, spijt wegduwen, vasthouden aan wat vertrouwd voelt, iets doen om je beter te voelen. Maar elke denkfout benadert die basisreactie vanuit een andere hoek. Het deel over *action bias* gaat over de drang om te handelen wanneer stilzitten beter zou zijn. Aan de hand van *regret aversion* verklaren we de spijt die we bij voorbaat al proberen te vermijden. Met de *empathy gap* gaan we in op hoe je in een rustige bui verkeerd inschat hoe je zult reageren als de paniek toeslaat. Vanuit *aspirational utility* leggen we uit waarom we gokken op loterijaandelen, zelfs als de kansen tegen ons zijn.

De hoofdstukken zullen elkaar overlappen. Dat is onvermijdelijk. Bijvoorbeeld, *loss aversion* kleurt ook de *empathy gap*. *Regret* raakt aan de *sunk cost fallacy*. *Endowment effect* heeft iets van *familiarity* in zich. Dat is geen zwakte van de indeling, dat is de realiteit van hoe emoties werken. Ze komen zelden alleen. Ze versterken elkaar, werken samen en duwen je in dezelfde richting: weg van de rationele beslissing.

De boodschap van dit deel is dubbel. Emoties zijn niet uit te schakelen. Wie dat probeert, liegt tegen zichzelf. Maar ze zijn wel te herkennen en zodra je ze herkent, kun je er iets tegen doen. Niet door ze te negeren, maar door er systemen omheen te bouwen.



NIETS DOEN LOONT

**ACTION BIAS OF ACTIEDRANG:
DE IRRATIONELE NEIGING TOT ACTIVITEIT.**

LUC

Wie *De kaviaarformule* of *De kunst van het kwaliteitsbeleggen* gelezen heeft, weet dat ik grote bewondering heb voor de Britse fondsbeheerder Terry Smith. De beleggingsfilosofie die hij via zijn fonds Fundsmith uitdraagt, sprak me vanaf het eerste moment aan, waardoor ik enkele jaren geleden al mijn eerdere overtuigingen overboord gooide en me volledig toespitste op kwaliteitsbeleggen. Zonder omkijken en, voorlopig, met succes. Ik streef ernaar om een soort van Mohnish Pabrai van de Lage Landen te worden. De Amerikaans-Indiase investeerder komt er openlijk voor uit dat hij zijn gehele carrière niets anders heeft gedaan dan trachten Warren Buffett schaamteloos te kopiëren. Zijn trackrecord toont aan dat hij daar met verve in geslaagd is. Ik probeer hetzelfde te doen, maar Terry Smith legt uiteraard niet al zijn kaarten open op tafel. En gelijk heeft hij. Een chef-kok geeft ook niet al zijn geheimen prijs. En aangezien ik in tegenstelling tot Pabrai mijn beleggingsheld niet tot mijn vriendenkring mag rekenen, ben ik aangewezen op zijn boeken, interviews en opnames van aandeelhoudersvergaderingen. Uiteindelijk is daaruit een strategie ontstaan die je kunt beschouwen als een smeltkroes van mijn interpretatie van de ideeën van Smith, maar ook die van Warren Buffett, Charlie Munger en vele andere kleppers die de beleggerswereld rijk is. Het geheel heb ik overgoten met een saus van persoonlijke variaties op bestaande

ideeën en ten slotte afgekruid met enkele van mijn eigen overtuigingen. Zo is *De kunst van het kwaliteitsbeleggen* ontstaan. De eenvoud en de vanzelfsprekendheid die eigen zijn aan kwaliteitsbeleggen zijn alles wat ik van een beleggingsstrategie verlang. De strategie van Smith is te herleiden tot drie pijlers. Hij verwoordt het als volgt: koop goede bedrijven, probeer er niet te veel voor te betalen en doe vervolgens niets.

Voor de kwaliteitsbelegger zijn enkel de allerbeste organisaties goed genoeg, waarop je een eerlijke prijs voor de aandelen ervan betaalt en vervolgens de tijd zijn werk laat doen. In grote lijnen is daar alles mee gezegd.

Koop goede bedrijven

Wie Smith bestudeerd heeft, weet wat zijn interpretatie van een goede onderneming is. Het ideale bedrijf van Smith genereert een hoog rendement op het geïnvesteerde kapitaal en is bovendien in staat om een deel van dat rendement te herinvesteren tegen dezelfde aantrekkelijke voorwaarden, om een winst-op-winsteffect te verkrijgen. Daarnaast heeft de onderneming seculaire groeivoorzichten, een leidende marktpositie en is ze het liefst niet erg gevoelig voor technologische innovatie. Ten slotte moet de organisatie in goede financiële gezondheid verkeren en heeft ze een brede slotgracht rond haar activiteiten gegraven. Die slotgracht is beter bekend als de door Warren Buffett gepopulariseerde term ‘moat’ en houdt de concurrentie op een veilige afstand. Dat zijn min of meer de vereisten om door Smith als goede organisatie gecatalogiseerd te worden.

Betaal niet te veel

De tweede pijler is iets lastiger om te tackelen. Te veel betalen is een veelvoorkomende valkuil op de beurs. Zeker de laatste jaren swingen de waarderingen de pan uit. De kwaliteitsbelegger heeft het wat dat betreft extra lastig, want aan de beste bedrijven ter wereld hangt normaliter een duchtig prijskaartje. Pas tijdens een algehele beurscrash krijg je als kwaliteitsbelegger de kans om uitstekende ondernemingen aan stuntprijzen op te pikken, maar in normale omstandigheden zul je voor kwaliteit een premie moeten betalen en hopen dat die premie wordt weggewerkt door de

uitzonderlijke operationele prestaties van het bedrijf in kwestie. Buitensporig veel betalen voor kwaliteit zal je niet leiden naar de returns die je voor ogen hebt. Tegelijkertijd komt het zelden voor dat je topkwaliteit in de solden kunt kopen. Ik geloof daarom dat de gulden middenweg voor de kwaliteitsbelegger eruit bestaat om een ‘eerlijke’ prijs te betalen. Precies dat is wat ik probeer te doen in mijn tweede boek, *Niet alles wat blinkt is goud*. En dat is, denk ik, ook wat Smith bedoelt met zijn tweede pijler. Een premie betalen voor uitzonderlijke ondernemingen is gerechtvaardigd, maar laat je niet oplichten.

Doe niets

Ten slotte doe je niets. Je hebt geduld en discipline nodig als kwaliteitsbelegger. Je zou denken dat ik aan de derde en laatste pijler weinig woorden vuil kan maken. Niets doen is toch kinderlijk eenvoudig? Dat kan iedereen. Fout. Niets doen blijkt voor veel beleggers een bijzonder moeilijke opdracht. Sommigen houden, zenuwachtig heen en weer schuivend op hun stoel, heel de dag de koersen in de gaten in de hoop een reden te kunnen vinden die een aan- of verkoop rechtvaardigt. De onstilbare drang om almaar aandelen te kopen en te verkopen leren we het best af, want onderzoek wijst erop dat het je rendement niet ten goede komt. In dat kader biedt de volgende uitspraak van Buffett houvast.

‘Successful investing takes time, discipline, and patience. No matter how great the talent or effort, some things just take time: you can’t produce a baby in one month by getting nine women pregnant.’

– WARREN BUFFETT

Penalty’s en milde symptomen

Niet alleen beleggers hebben moeite met inactiviteit. Ook doelmannen in het voetbal blijven graag in beweging. Ze hebben tijdens een penalty de irrationele drang om in actie te schieten, terwijl onderzoek uitwijst dat ze beter af zijn door niets te doen. Een doelman moet tijdens een strafschop

beslissen wat hij gaat doen voor de bal door de tegenstander getrapt wordt. Die vroegtijdige beslissing is noodzakelijk, gelet op de snelheid van de bal tijdens een penalty. Als doelman heb je dan grofweg drie keuzes. Je kunt naar links duiken, naar rechts, of er simpelweg voor kiezen om in het midden te blijven staan. Een analyse van honderden strafschoppen uit de grootste competities ter wereld van Michael Bar-Eli e.a. toont aan dat doelmannen statistisch gezien de beste kans hebben om de bal te stoppen door in het midden te blijven staan.¹ Eigenlijk dus door niets te doen. Maar wat doen de meeste doelmannen? Juist, ze duiken naar links of rechts. En waarom doen ze dat? Omdat een doelman er wat sneu uitziet als hij er steeds voor kiest om roerloos in het midden te blijven staan. De doelman en zijn ploegmates voelen zich achteraf ongetwijfeld slechter wanneer hij een penalty niet gestopt heeft terwijl hij schaapachtig in het midden bleef staan, dan wanneer hij als een katachtige richting de vooraf gekozen bovenhoek dook en daarmee een verdienstelijke poging deed om de penalty te stoppen. Ook al slaagde hij er met de duik eveneens niet in de bal tegen te houden, hij heeft het in ieder geval geprobeerd. We vinden het bewonderenswaardiger wanneer een vorm van actie aan de basis ligt van een goed resultaat dan wanneer je niets doet om datzelfde goede resultaat te bereiken. De irrationele drang tot activiteit noemen we ook wel de action bias.

Ook dokters kunnen zich onterecht laten verleiden tot actie. Als een dokter een patiënt ziet met milde symptomen die moeilijk te diagnosticeren zijn maar geen direct gevaar voor de gezondheid van de patiënt vormen, hebben sommige dokters de neiging om toch in te grijpen. Ze schrijven dan medicijnen voor, terwijl wachten tot genezing vanzelf optreedt evengoed kan werken.²

Het maakt niet uit of je een dokter, doelman of belegger bent. We verkiezen allemaal activiteit, zelfs als we beter afwachten en niets doen. Ons brein is afgesteld om actie te ondernemen. De reden daarvoor moeten we duizenden jaren eerder zoeken, toen we nog jagers en verzamelaars waren. Actie hielp ons overleven. In een wereld waarin gevaar achter elke hoek schuilde, werd je doorgaans beloond voor activiteit. Als je iets groots en harigs in de bosjes zag bewegen, ging je niet eerst met je kameraden overleggen of het om een grottenhyena of een prehistorische wolf ging. Nee, je maakte rechtsomkeert en rende zo hard je kon. Actie was wat telde en

het kon je leven redden. De wereld van vandaag is complexer geworden en onmiddellijke actie is lang niet altijd de optimale keuze. Soms is niets doen een beter alternatief. Actie ligt juist aan de basis van veel problemen. Zeker wanneer we beleggen. Talloze onderzoeken tonen aan dat constante activiteit je rendement aantast. Ik heb er enkele voor je verzameld.

Actie kost geld

De econoom Meir Statman wees op een Zweeds onderzoek dat aantoont dat beleggers die veel transacties doen, zogenaamde traders, jaarlijks 4% van hun portefeuille verliezen aan transactiekosten en slechte timing. De resultaten van het onderzoek beperken zich niet tot Zweden, ze gelden wereldwijd.³

Vanguard onderzocht de resultaten van beleggers die aanpassingen deden aan hun portefeuille en van beleggers die niets deden. De laatste categorie deed het een stuk beter dan de eerste.

Gemeten voor negentien vooraanstaande beurzen wereldwijd deden traders het minder goed dan buy-and-holdbeleggers. Het verschil bedroeg 1,5% per jaar.

Ben je man en single? Dan sta je er volgens onderzoek van Terrance Odean en Brad Barber statistisch gezien niet goed voor.⁴ Ze onderzochten rekeningen van een grote discountbroker en kwamen te weten dat mannen 45% meer transacties deden dan vrouwen. Single mannen deden zelfs 67% meer transacties. En door dat overmatig handelen deed de gemiddelde man het 1,4% per jaar slechter dan de gemiddelde vrouw. De gemiddelde single man deed het zelfs 2,3% per jaar slechter. We zullen zien in hoofdstuk 13 dat zulke cijfers op lange termijn een vernietigende impact hebben op je resultaat. Nogmaals, ben je man en single? Wees op je hoede. De kans is reëel dat je rendement overtroffen wordt door dat van de gemiddelde getrouwde vrouw. Dat is waarschijnlijk niet het soort statistiek dat je voor ogen hebt om mee uit te pakken als trader.

Kortom, als je een carrière als trader ambieert, spelen de statistieken niet in je voordeel. Een studie van Brad Barber wijst erop dat *daytraders* nog slechter presteren.⁵ Daytraders kopen en verkopen aandelen op dezelfde dag, in de hoop met die transacties winsten te maken. Slechts

1% slaagt er twee opeenvolgende jaren in om na kosten geen geld te verliezen. Je moet al heel stevig in je schoenen staan wil je er überhaupt aan beginnen, en vervolgens een verdomd goede trader zijn om geen geld te verliezen. Begrijp me niet verkeerd. Goede traders bestaan wel degelijk, maar de statistieken wijzen erop dat ze dungezaaid zijn. Als je jezelf niet in staat acht om tot 's werelds beste traders te behoren, komt het er dus op neer om zo inactief mogelijk te zijn. Buy-and-holdbeleggen leent zich daar uitstekend voor. Goede bedrijven selecteren, niet te veel betalen, en niets doen. En wees gerust, ook al werd duidelijk dat dat laatste niet eenvoudig is, je kunt het leren.

Leer niets te doen

Soms doemt in het leven de vraag op: doe ik wel genoeg? Wanneer je belegt, stel je jezelf beter de vraag: doe ik niet te veel? Er zijn denkfouten waar ik mezelf schuldig aan maak, zoals de *overconfidence bias* en de *empathy gap*, die nog aan bod zullen komen. Maar zoals ik in de inleiding al duidelijk maakte, kan ik je garanderen dat de *action bias* daar niet bij hoort. Ik heb veel tekortkomingen, waarvan er in dit boek vele duidelijk worden, maar overactiviteit is er daar geen van. Ik ben een kei in niets doen en beheers het inmiddels tot in de perfectie. Het is immers een cruciaal aspect van mijn strategie. Als ik je dus iets kan leren, dan is het wel dat: niets doen. En voor je me als luiwammes wegzet: ik bedoel niets doen op de beurs.

Als kwaliteitsbelegger vergelijk ik mezelf graag met een leeuw (al ben ik volgens mijn directe omgeving minder intimiderend). Een leeuw is behoorlijk inactief, maar desondanks de onbetwiste koning van de savanne. De gracieuze roofdieren rusten tot wel twintig uur per dag, terwijl ze vanaf hun rots over hun koninkrijk uitkijken. Ze sparen hun energie voor het moment dat het nodig is, tijdens de jacht. Wanneer ze goed uitgerust zijn, is de kans op succes namelijk groter. Mijn jacht als kwaliteitsbelegger bestaat er dan uit uitstekende organisaties te identificeren en er niet te veel voor te betalen. Dat proces kost energie en inspanning. Als dat eenmaal gelukt is, keer ik terug naar mijn denkbeeldige rots, om te rusten en me voor te bereiden op mijn volgende prooi. Intussen laat ik de tijd zijn werk doen. Hoe langer het duurt zonder dat ik hoef in te grijpen, hoe beter mijn resultaat.

Ben jij ook een langetermijnbelegger? Houd dan het grote plaatje voor ogen en laat je niet verleiden tot actie door tussentijdse koersschommelingen, kwartaalcijfers en constante nieuwsstromen. Blijkt dat makkelijker gezegd dan gedaan? Onderneem dan maatregelen die je zullen weerhouden van onnodige actie. Achterhaal welke gewoonten jou aanzetten tot activiteit. Als die acties meer kwaad dan goed doen, zul je manieren moeten verzinnen om ze te voorkomen. Ook hier kunnen we leren van de grote jongens. In het boek *The education of a value investor* van fondsbeheerder Guy Spier blijkt namelijk dat die zeer creatief zijn in hun pogingen slechte gewoonten tegen te gaan.⁶ Spier schreef dat hij en zijn goede vriend Moh-nish Pabrai ooit werden rondgeleid op de kantoren van hun held Warren Buffett. Het viel Spier meteen op dat Buffett geen Bloomberg-terminal op zijn kantoor had staan. Zo'n Bloomberg-terminal is een computersysteem dat beleggers toegang geeft tot realtime financiële informatie en wordt algemeen beschouwd als de heilige graal op het gebied van economische data en bedrijfsinformatie. Vrijwel enkel professionelen hebben toegang tot zo'n toestel, aangezien een abonnement meer dan 20.000 dollar per jaar kost. Buffett koos ervoor om zijn Bloomberg-terminal niet op zijn kantoor te zetten, maar aan de andere kant van het gebouw. Waarom zou je een exclusieve tool boordevol data en informatie, waarvoor je jaarlijks een klein fortuin neertelt, niet binnen handbereik zetten? Omdat de constante stroom aan informatie je kan aanzetten tot misplaatste actie natuurlijk! Spier kon de aanpak van Buffett wel smaken, aangezien hij zichzelf ook te vaak verloor in zijn Bloomberg-terminal. Hij vond de methode van Buffett echter iets te drastisch, aangezien hij het toestel op regelmatige basis echt nodig had om zijn werk te kunnen uitoefenen. Uiteindelijk vond hij een gepaste oplossing geïnspireerd door een andere legendarische investeerder: Nick Sleep. Sleep had in tegenstelling tot Buffett wel een Bloomberg-terminal in zijn kantoor staan, maar het ding was zo neergezet dat hij er enkel gebruik van kon maken door op een heel lage stoel te gaan zitten. Dat was zo oncomfortabel, dat Sleep wel twee keer nadacht om het toestel op te starten. Met andere woorden, hij nam enkel plaats in de stoel wanneer het echt nodig was. Spier zette uiteindelijk zijn terminal op een bureau waaraan hij enkel kon staan. Zo werd hij niet verleid om uren aan een stuk in zijn Bloomberg-terminal te verdwalen en zette de informatie ervan hem niet tot onnodige activiteit aan.

De meesten onder ons hebben geen toegang tot een Bloomberg-terminal of alternatief, maar ook je laptop en smartphone kunnen een oneindige stroom aan informatie op je afvuren, waarmee het gevaar ontstaat dat je er constant op wilt anticiperen. Om jezelf te behoeden voor ongewenste actie, kun je de volgende stappen ondernemen:

- » Heb niet constant beursgerelateerde nieuwswebsites openstaan.
- » Kijk niet dagelijks naar de koersen, maar stel in dat je een melding ontvangt wanneer een aandeel een bepaalde koers aantikt. Wanneer de koers door de vooropgestelde limiet breekt, waarbij volgens jou actie vereist is, doe je wat nodig is. Niet eerder.
- » Verwijder nieuws- en brokerapps van je smartphone.
- » Respecteer je exit-criteria*, zoals een te hoog opgelopen waardering of een koerswijziging van het management waarin jij je niet kunt vinden. Onderneem geen actie zolang je criteria daar niet om vragen.
- » Ben je hardleers en merk je dat je ondanks de tips nog altijd meer handelt dan goed voor je is? Dan nog een laatste suggestie: noteer elke keer dat je handelt de transactiekosten en zet die jaarlijks tegen je rendement af. Welk effect die kosten op lange termijn op je eindresultaat hebben, lees je in hoofdstuk 13 over de *exponential growth bias*. Kijk en huiver! Misschien dat ook jij er dan uiteindelijk in slaagt om stil te blijven zitten.

'Sometimes the most intelligent thing is not to do anything.'

– WILLIAM SAROYAN

Kortom, als buy-and-holdbelegger beperk je je verrichtingen tot het minimum. Laat de actie over aan het management van jouw zorgvuldig geselecteerde ondernemingen. Laat hen de winsten herinvesteren tegen aantrekkelijke voorwaarden. Met andere woorden, laat hen waarde creëren. Uiteindelijk kun je genieten van de magie van *compounding*, oftewel het

* Exit-criteria verwijzen naar door jou opgestelde regels die bepalen wanneer je een aandeel zult verkopen.

winst-op-winsteffect. Dat proces neemt jaren in beslag. Charlie Munger zei eens dat de eerste regel van compounding eruit bestaat het nooit onnodig te onderbreken. Dat bereik je enkel met niets doen. Niets hoeven doen is ook de ultieme bevestiging dat je aankoop van aandelen na een inspannende maar vruchtbare analyse de juiste stap was. Immers, wanneer je actie moet ondernemen, gaan de zaken niet zoals je voor ogen had.

Als je eenmaal een portefeuille met uitstekende bedrijven hebt samengesteld, is actie enkel vereist bij onvoorziene omstandigheden. Bijvoorbeeld als de waardering ontspoot, er iets fundamenteel verandert waardoor eerdere aankoopargumenten niet meer van toepassing zijn, of als er zich een betere beleggingsopportunity voordoet waarvoor je geen cashgeld hebt. Doe in zulke omstandigheden wat nodig is.

De overige tijd kun je aan andere zaken besteden. Neem je partner mee uit eten, lees een boek, schrijf er een of volg een yogacursus. Doe wat je gelukkig maakt, zolang je je op de beurs maar niet laat verleiden tot onnodige actie.

Wat slimme beleggers anders doen

- Vermijden de irrationele drang om altijd iets te moeten doen.
- Kopen goede bedrijven voor een redelijke prijs en geven vervolgens de tijd de kans om zijn werk te doen.
- Accepteren dat succesvol beleggen vooral draait om geduld, discipline en langetermijndenken.
- Laten zich niet meeslepen door koersschommelingen, nieuwsberichten of kwartaalresultaten.
- Weten dat overmatig handelen het rendement vaak verlaagt door kosten, slechte timing en emotionele beslissingen.
- Onderbreken het rente-op-rente-effect zo weinig mogelijk.
- Creëren gewoonten die impulsief handelen ontmoedigen.
- Handelen alleen wanneer daar een fundamentele reden voor is, zoals een gewijzigde investeringscase of een extreme waardering.



SPIJT IS GEEN STRATEGIE

REGRET AVERSION OF SPIJTAVERSIE: DE AFKEER VAN SPIJT DIE JE BESLISSINGEN AL VOORAF STUURT, WAARDOOR JE VANDAAG ZO KIEST DAT JE JE LATER NIETS HOEFT TE VERWIJTEN.

GERTJAN

*'To regret one's own experiences is to arrest
one's own development.'*

– OSCAR WILDE

Iedereen die al eens heeft belegd, kent het gevoel. Je hebt een aandeel op je lijstje staan. Je twijfelt al weken om het te kopen. Elke avond, wanneer de beurs sluit, check je nog even de koers. En dan, op een ochtend, open je de krant (of tegenwoordig: de app op je telefoon) en je leest dat het aandeel met 30% is gestegen. Je had het kunnen kopen. Je zou rijker geweest zijn. Maar je hebt het niet gedaan. En dat gevoel (die steek in je maag, de 'had ik maar...'), dat is spijt. Of in jargon: regret.

Wat veel mensen niet weten, is dat dit gevoel zo'n sterke drijfveer is dat het ons beslissingsgedrag structureel verandert. Achteraf, maar ook vooraf. We nemen vandaag beslissingen om te vermijden dat we later spijt zouden kunnen krijgen. Dat noemen we 'regret aversion': de afkeer van spijt. En die spijt beïnvloedt onze keuzes op manieren die vaak inefficiënt zijn, maar wel voorspelbaar.

Tulpenmanie

Het verhaal van de tulpenmanie in Nederland is wereldberoemd. In 1636–1637 werden tulpenbollen verhandeld tegen prijzen die het jaarloon van de gemiddelde ambachtsman overstegen. Als je in zo'n tulpenbol had belegd, haalde je op de piek van de manie echt enorme winsten. Historicus Peter Garber toonde aan dat de prijs van bepaalde tulpen steeg van 2000 gulden (in januari 1637) tot meer dan 6200 gulden (in februari 1637).¹ Maar historici benadrukken de afgelopen jaren bovendien hoe fel de nasleep was toen de prijzen in februari 1637 in slechts enkele dagen compleet instortten. Garber toonde aan dat de 6200 gulden zo'n 100 jaar later nog slechts 0,1 gulden was. De manie kende dus twee kanten: de weg omhoog en de weg omlaag. In de jaren die volgden, tekenden rechtbanken en pamfletten het verhaal op van handelaars die behalve hun geld, ook hun reputatie en hun goede relaties met burens, familieleden en vrienden verloren hadden. De tulpenmanie werd een trauma dat de samenleving vorm gaf. In spotprenten werden 'tulpenhandelaars' afgebeeld als dwazen, priesters waarschuwden in hun preken tegen hebzucht en ouders vermaanden hun kinderen om nooit dezelfde fout te maken. Dat is regret in zijn zuiverste vorm. De angst om iets te missen (*fomo: fear of missing out*) dreef handelaars naar absurde prijzen, gevolgd door generaties durende spijt bij wie had meegedaan én bij wie te vroeg had verkocht en de absolute top had gemist. De wijsheid nooit spijt te hebben van het geld dat je hebt verdiend, was in 1637 duidelijk nog niet aangekomen in de Hollandse Republiek.

Recent onderzoek van de Nederlandse topeconoom Peter Koudijs (actief aan New York University) voegt een nuance toe.² Koudijs toont aan dat de prijzen van tulpen in de winter van 1636–1637 niet door louter irrationele hebzucht werden gedreven, maar ook deels door een erg duidelijke bezorgdheid: het weer. Tulpenbollen werden in de herfst geplant en in het voorjaar uit de grond gehaald, en ondertussen met forwardcontracten* verhandeld. Bij vriestemperaturen raken tulpenbollen beschadigd.

* Een forwardcontract is een afspraak om iets op een latere datum tegen een nu al vastgelegde prijs te kopen of te verkopen. De tulpenbollen zaten in de grond. Wat verhandeld werd, was het recht op de bol bij de oogst.

En wat zagen we tussen december 1636 en januari 1637? Vriestemperaturen. De thesissen van Koudijs is duidelijk: anticipatie op de toekomstige schaarste aan gezonde bollen dreef de prijzen op. Handelaars die kochten op een hoogtepunt, hadden dus ook een duidelijke rationele reden: ze verwachtten een tekort. Toen steeg de temperatuur echter onverwacht en daalden de prijzen enorm. De handelaars werden dus niet (per se) gestraft vanwege hun hebzucht, maar ten gevolge van een weersomslag die niemand had zien aankomen. Aangezien het verhaal van de tulpenmanie vaak wordt verteld, mag die nuance er zeker bij. Het toont ook meteen aan wat ik in de inleiding schreef: niet alle denkfouten zijn irrationeel.

De wijsheid van de menigte

Stel je de volgende situatie voor. Je mag kiezen uit twee enveloppes die voor jou op tafel liggen. In de enveloppe die je neemt, zit 1000 euro. Je hebt daar niets voor hoeven doen, gewoon kiezen. Leuk! Hopelijk ben je, net als ik, blij. Maar wat als iemand je dan vertelt dat er in de andere omslag 10.000 euro zit? Plotseling ben je heel wat minder blij. Je bent ontgoocheld, wellicht gefrustreerd en misschien zelfs boos op die persoon (dat zou ik toch zijn). Nochtans ben je objectief gezien nog steeds 1000 euro rijker dan ervoor.

Sta me toe even mijn academische petje op te zetten. In de klassieke economische theorie, zoals we in de introductie hebben aangehaald, gaan we ervan uit dat de gemiddelde mens rationeel is. Inderdaad, er zullen vast mensen zijn die irrationeel zijn, maar de ‘wisdom of the crowds’ (de wijsheid van de massa) is rationeel. En zij kijken naar mogelijke uitkomsten, wegen die af tegen kansen, en kiezen de opties met het hoogste verwachte nut. Klaar. Einde verhaal. Ik geef het toe, niemand denkt rechtstreeks in nutstermen en dit is een puur academisch begrip, maar mensen zullen wel denken aan wat hun ten goede komt.

Maar mensen blijken niet alleen te kijken naar wat ze krijgen (dus ‘nut’). Ze kijken ook naar wat ze hadden kunnen krijgen. En in het verschil tussen die twee (wat je hebt en wat je had kunnen hebben) ontstaat spijt. Dat inzicht kreeg later de naam ‘regret theory’. De basis ervan werd gelegd in twee papers die in 1982 gepubliceerd werden en die het

courante denkkader op zijn kop zetten. De ene paper kwam van David Bell, beslissingstheoreticus aan Harvard Business School.³ De andere was van de hand van twee Britse economen, Graham Loomes en Robert Sugden (beiden later verbonden aan de University of East Anglia).⁴

Dit is het kernidee van de regret theory: wat we als ‘nut’ beschouwen, hangt niet alleen af van wat we krijgen, maar ook van de vergelijking met een alternatief. En een alternatief dat we niet hebben gekozen, maar dat beter bleek te zijn, genereert spijt. In de woorden van Loomes en Sugden: ‘Het nut van keuzes is gelijk aan het nut van hun uitkomst, plus (of min) een spijtfunctie, die op haar beurt afhangt van het verschil met het beste alternatief.’ Dat is veel academische praat om te zeggen: je kijkt naar wat je krijgt en vergelijkt dat vervolgens met wat je had kunnen krijgen (zowel positief als negatief).

Het mooie aan de theorie is dat ze het wat ‘eigenaardige’ beslissingsgedrag van mensen kan verklaren. Daarom kiezen mensen soms voor de zekere optie, zelfs als de verwachte waarde van de risicovolle alternatieve optie hoger (of gelijk) is. Een klein experiment: ik kan je gegarandeerd 100 euro geven, of ik kan je 50% kans bieden om 200 euro te winnen. Die keuze is rationeel gezien dezelfde: de verwachte waarde is 100 euro. Echter, als je optie 2 kiest en niet wint, heb je veel spijt. Daarom kiezen veel mensen de zekere 100 euro.

De theorie toont zo ook aan waarom mensen dingen blijven doen ook als die niet goed voor hen zijn, namelijk omdat stoppen de spijt zou bevestigen. Daarom is de link met sunk cost fallacy (*zie hoofdstuk 11*) duidelijk. Het kan bijvoorbeeld verklaren waarom we blijven vasthouden aan een verlieslatende positie op de beurs: vanwege de mogelijke spijt als je te vroeg verkoopt en daardoor de potentiële winst toch zou verliezen.

Spijt in het lab, in het echte leven en op de beurs

Vind je dit allemaal wat te theoretisch? Laten we dan gewoon even kijken naar de data en naar wat mensen zeggen en doen. We zullen iets nemen wat dicht bij ons hart ligt: vastgoed.

De Amerikaanse vastgoedeconoom Michael Seiler en zijn coauteurs onderzochten hoe spijt werkt in de vastgoedmarkt.⁵ Hun experiment is

erg mooi opgezet: ze zetten mensen in een hypothetische situatie. Stel, je hebt enkele jaren geleden een investeringspand gekocht. In de ene versie van het verhaal heeft het pand op een gegeven moment een alltime high bereikt, zonder dat je dat wist ('omission'). In de andere versie wist je dat wel, maar heb je toen bewust besloten om niet te verkopen ('commission').

Wat vond het onderzoeksteam van Seiler? Mensen voelden meer spijt in het commission-scenario dan in het omission-scenario. Actief falen om op de top te verkopen doet dus meer pijn dan simpelweg niet geweten hebben dat je had kunnen verkopen. En ze stelden vast dat vrouwen gemiddeld gevoeliger zijn voor spijt dan mannen.

Dat is interessant, maar je kunt (terecht) de vraag stellen: werkt dit ook op de beurs? Het lijkt van wel. Een van de economen naar wie ik het meest opkijk, Alex Imas, gedragseconoom aan de University of Chicago Booth School of Business, toont samen met zijn coauteurs aan dat dit ook op de financiële markt werkt.⁶ Zij zagen dat beleggers veel meer tijd steken in de koopbeslissing dan in de timing om te verkopen: 'buying fast and selling slow', naar analogie met de titel van het interessante boek van Daniel Kahneman, *Thinking, Fast and Slow*. Maar wat heeft dit nu te maken met spijt? Daarvoor gaan we naar de aandelenprijzen kijken.

Hoe meet je spijt op de beurs? De financiële economen Yakup Arisoy, Turan Bali en Yi Tang – Bali is een veelgeciteerde finance-hoogleraar aan Georgetown University – introduceren een simpele logica: beleggers voelen spijt wanneer zij merken dat zij in een bepaald aandeel hebben geïnvesteerd, terwijl een vergelijkbaar aandeel, in dezelfde industrie en in dezelfde maand, een hoger rendement heeft behaald.⁷ Dat is ook erg aannemelijk: je doet als belegger je huiswerk, met de nodige sectoranalyse, en denkt dat een bepaald bedrijf binnen de sector gaat winnen. Als blijkt dat je wel de juiste sector hebt gekozen, maar daarbinnen niet 'het juiste aandeel', kan dat een wrange smaak geven. En dan komen de bedenkingen als 'had ik maar'.

Nu, de maatstaf van de drie academici is erg elegant. Voor elk aandeel in elke maand berekenen ze het verschil tussen het rendement van dat aandeel en het maximumrendement van alle aandelen in dezelfde industrie (op basis van de 3-digit SIC-code, om sectoren goed onder te verdelen). Hoe groter dat verschil, dus hoe meer je had kunnen verdienen in

een ‘buur’ van hetzelfde type, hoe groter de spijt. Waarom net industrie-genoten? Omdat beleggers nu eenmaal niet alle aandelen op de beurs vergelijken. Ze vergelijken met wat ze kennen. Ze kijken naar de concurrenten in dezelfde sector. Dat is ook wat de literatuur over ‘investor attention’ en ‘familiarity bias’ ons leert (waar we in de volgende hoofdstukken dieper op ingaan): mensen hebben beperkte aandacht en focussen op wat ze kennen.

Wat vinden de drie onderzoekers? Met een strategie van aandelen kopen met hogere spijt, en aandelen verkopen met lage spijt, genereer je een alpha van 6,84% per jaar (dus boven op wat we zouden verwachten op basis van de bekende risico’s: marktrisico, size en waardering). Met andere woorden, als ‘de markt’ gemiddeld 8% per jaar doet, zul je als belegger die naar spijt kijkt dus bijna het dubbele krijgen. Dat is geen detail. Dat is een economisch enorm significant rendement (dat overeind blijft na alle denkbare robuustheidstesten). Kortom, spijt drijft aandelenkoersen. Spijt kan je strategie maken of kraken.

Meer nog: Arisoy en collega’s konden de resultaten bevestigen met échte beleggersdata. Ze gebruikten de handelsactiviteit van 78.000 huishoudens bij een grote Amerikaanse broker. Wat bleek? Precies wanneer beleggers spijt zouden moeten voelen (volgens de REG-maatstaf), verkopen ze die aandelen. Ze drijven de prijs tijdelijk naar beneden. En dat creëert de *mispricing*, die later weer wegeeft in de vorm van hogere toekomstige rendementen. Daarom herhaal ik het graag: spijt drijft de aandelenkoersen.

Spijt over de hele wereld

Een strategie moet niet alleen werken in de Amerikaanse beurs. Als het werkelijk een gedragseffect is, dus iets dat ingebakken zit in hoe mensen beslissingen nemen, dan zou het overal moeten voorkomen. Dus werkt dit ook elders? Recente studies hebben aangetoond van wel.

In 2025 publiceerden Anh Tuan Le, Harvey Nguyen en Cuong Nguyen een paper in het *Global Finance Journal* waarin ze de regret-strategie testen in de Chinese beurs.⁸ China is een interessante case: het is de tweede grootste markt ter wereld, maar tegelijk een markt waarin particuliere

beleggers ongeveer 80% van het volume uitmaken. Zodoende is het de markt bij uitstek waar gedragseffecten uitvergroot zouden moeten worden.

En dat is exact wat ze vinden. De strategie die hogerespijtaandelen koopt en lagerespijtaandelen verkoopt, genereert in China een jaarlijks rendement van 11,64%. Dit is nog hoger dan in de vs. Waarom? Enerzijds omdat de Chinese markt nog sterker gedomineerd wordt door onervaren beleggers die emotioneel reageren, anderzijds omdat de *limits to arbitrage* er hoger zijn: het is voor professionele handelaars moeilijk om verkeerde prijzen recht te trekken.*

Een jaar later publiceerden dezelfde onderzoekers een vervolgstudie in *Finance Research Letters*, deze keer voor Australië en Nieuw-Zeeland. Australië is een ontwikkelde markt, Nieuw-Zeeland een kleine, relatief illiquide markt.⁹ Innovatie is in Nieuw-Zeeland zelden aan de orde. Als voormalig academicus in Auckland kan ik dit bevestigen. Dat terzijde. De veronderstelling in de paper is dat de emotionele impact van vergelijkingen wordt uitvergroot in illiquide markten met beperkte handelsmogelijkheden. Hun resultaten bevestigen dat vermoeden. In Australië genereert de strategie een maandelijks rendement van 1,79% (ongeveer 21% per jaar, boven op risico). In Nieuw-Zeeland 0,70% per maand (ongeveer 8% per jaar).

Het mechanisme van spijt

Je zou kunnen denken: als iedereen dit weet, waarom wordt er dan niet naar gehandeld? Hier komen zaken om de hoek kijken die in de literatuur over behavioral finance een cruciale rol spelen: *limits to arbitrage* en *information frictions*.

Als aandelen verschillen van hun fundamentele waarde, gaan ‘slimme’ handelaars erin stappen en de prijzen corrigeren. Dat is logisch. Als je vindt dat een aandeel ondergewaardeerd is, ga je het kopen, zodat je kunt genieten van de verwachte prijsstijging. De financiële realiteit is echter niet zo rooskeurig, want die aanpak is niet mogelijk voor ieder aandeel.

* *Arbitrage* is het uitbuiten van een verkeerde prijs: je koopt wat te goedkoop noteert en verkoopt wat te duur staat, in de verwachting dat de prijs zich corrigeert. ‘Wegarbitreren’ betekent dat handelaars door precies dat te doen de foute prijs zelf doen verdwijnen.

Aandelen die moeilijk te kopen zijn (kleinere en illiquide aandelen) en risicovolle aandelen (meer bedrijfsrisico en minder analistopvolging) hebben doorgaans prijzen die meer afwijken van hun waarde, maar stellen ook veel meer moeilijkheden om dat uit te buiten. Daarnaast hebben handelaars kapitaalbeperkingen, transactiekosten, *short sale*-beperkingen* en lopen ze het risico dat de mispricing nog erger wordt voor ze weer normaal doet. Andrei Shleifer (Harvard, een van de meest geciteerde economen ter wereld) en Robert Vishny schreven hier in 1997 een iconische paper over.¹⁰

Uit de regret-studies blijkt dat de strategie sterker is bij kleinere, illiquide, jonge aandelen, precies de aandelen waar arbitrage het moeilijkst is. Die bevinding is consistent in de vs, China, Australië en Nieuw-Zeeland. Spijt lijkt dus een persistent fenomeen te zijn dat erg moeilijk weg te slaan is op de beurs.

Dan is er nog het tweede mechanisme: informatiefrikties. Bij aandelen met weinig analisten en weinig institutionele beleggers wordt informatie langzamer verwerkt in de prijzen, waardoor de spijtgedreven mispricing langer duurt. Daar kunnen spijtaverse beleggers dus structureel geld verliezen (of, vanuit het perspectief van een slimme *contrarian*†, structureel geld verdienen).

* In een efficiënte markt zouden slimme beleggers elke verkeerde prijs meteen moeten wegwerken: is een aandeel te duur, dan verkopen ze het totdat de prijs weer klopt. Maar dat veronderstelt dat je een aandeel dat je niet bezit, toch kunt verkopen. Dat kan via shortselling: je leent het aandeel, verkoopt het, en koopt het later (hopelijk goedkoper) terug. In de praktijk botst dat op grenzen, *short sale*-beperkingen: het lenen kost geld, is niet altijd mogelijk, kan plots worden teruggevraagd, en sommige beleggers (zoals pensioenfondsen) mogen het simpelweg niet. Daardoor kan een te dure prijs langer blijven hangen dan de theorie voorspelt: de arbitrageurs willen wel corrigeren, maar kunnen het niet volledig. Dit is één voorbeeld van wat men ruimer limits to arbitrage noemt: de praktische obstakels die verhinderen dat slimme beleggers prijzen altijd en overal terugbrengen naar hun 'juiste' waarde.

† *Contrarian*: een belegger die bewust ingaat tegen de massa. Waar de meeste beleggers een aandeel mijden of net massaal opkopen, doet de contrarian het tegenovergestelde, in de overtuiging dat de menigte de prijs te ver heeft doorgedruwd, te laag of te hoog, en dat die op termijn weer corrigeert.

Wat slimme beleggers anders doen

- Erkennen spijt in plaats van ze te ontkennen. Wie zichzelf wijsmaakt immuun te zijn, vraagt om miserie.
- Jagen geen winnaars na. Dat hun aandeel 20% hoger staat en dat van hun schoonbroer 50%, is spijt, geen analyse.
- Stellen vooraf regels op die hun emoties buitenspel zetten, zoals *dollar-cost averaging* of een vooraf bepaalde stop-loss. Zo beslissen ze met een koel hoofd, niet wanneer de markt hun hart op hol jaagt.
- Houden een beleggingsdagboek bij, zodat *hindsight bias* en spijt hun geheugen niet samen herschrijven.
- Onthouden wat KBC-econoom Tom Simonts me voorhield, de wijsheid die in 1637 nog niet tot de Hollandse tulpenhandelaars was doorgedrongen: *never regret the money you made*.