

Een woord vooraf

Wie ooit heeft belegd, weet wat wij bedoelen. Op feesten en partijen wordt er soms stevig gepraat over beleggen. Dat gebeurt vooral in tijden dat de aandelenbeurs een periode van stijgende koersen kent. Iedereen is dan trots op zijn of haar beleggingsresultaten. Vele wijze adviezen worden zonder terughoudendheid verstrekt aan de omstanders. De ondertoon is meestal 'Als je net zo slim bent als ik, kun je veel geld verdienen.'

Sommige van de uitspraken die je dan hoort, worden door iedereen geloofd. Andere beweringen geven aanleiding tot debat, tot discussie en soms tot ruzie.

Om een bijdrage te leveren aan de sfeer op al die borrels, familiebijeenkomsten en jubilea schreven wij dit boek. Het leek ons namelijk beter om al die borrelpraat en tegeltjeswijsheden over beleggen eens te onderzoeken op basis van feitenmateriaal in plaats van ze domweg te geloven of te bestrijden.

'Wij zien wel' is ons motto. De cijfers moeten maar uitwijzen welke uitspraken hout snijden en welke rechtstreeks richting prullenbak kunnen worden verwezen.

Enkele van onze onderzoeksresultaten hebben we in een eerdere fase reeds voor een deel besproken in artikelen in het *IEX-magazine* of in de *Financiële Telegraaf*. Al ons materiaal hebben we tot vlak voor de verschijning van dit boek geactualiseerd. Bij de dataverzameling hebben we hulp gekregen van Jan Kret en Timo Vernooij, beiden student Beleggingsleer aan de Utrecht University School of Economics. Wij zijn hen dankbaar voor hun inzet.

Daarnaast willen wij drs. Toine van Hoof bedanken. Hij heeft met een kritische blik het materiaal doorgelezen en ons diverse waardevolle tips gegeven.

Voor een boek zoals dit is het onmogelijk alle geruchten, roddels en overtuigingen op te sporen en te analyseren. Dat is veel te veel.

We hopen echter dat de lezer er een aantal herkenbare thema's in zal terugvinden en dat hij of zij in de toekomst met een kritische houding zal deelnemen aan de discussies op beleggingsgebied.

Beleggen is leuk, praten erover nog leuker en wij hopen natuurlijk dat lezen erover het allerleukst is.

Utrecht, februari 2008

Arie Buijs

Dirk Gerritsen

Geen fabeltjes maar feiten

In de loop der jaren heb ik een kleine verzameling boekjes verzameld die een gemeenschappelijk kenmerk hebben. Ze onderwerpen vanuit een wetenschappelijke benadering alledaagse wijsheden aan een grondig onderzoek. Dat levert verhelderende inzichten op. Zo is het eten van fruit op zich helemaal niet bijzonder gezond. Fruit is goed om wat er *niet* in zit. In een sinaasappel zit geen vet, maar wel calcium en vitamine C. Vitamine C helpt overigens niet bij het voorkomen van griep, maar zorgt er wel voor dat het ijzer in je voedsel beter wordt opgenomen. Het eerste is een fabeltje, het tweede een feit.

Over beleggen doen vele fabeltjes de ronde. Als belegginganalist vlogen – en vliegen – de fabeltjes me om de oren. ‘Never sell Shell’ is er zo eentje. Shell, of Koninklijke Olie, zit steevast in de NOVA top 5. Wie in 2006 in Shell had belegd, verloor bijna 45 procent ten opzichte van gelijkwaardige aandelen. Toen ik dat in een column schreef, kreeg ik woedende brieven van beleggers. De waarheid is soms te pijnlijk.

Kennelijk zijn beleggen en fabeltjes onlosmakelijk met elkaar verbonden. Ik kan dat wel begrijpen. Fabeltjes bieden houvast in tijden van onzekerheid. Daarom kopen beleggers zogenoemde kwaliteitsaandelen, daarom denken ze slim te zijn door aandelen te kopen die sterk zijn gedaald – met KPN komt het echt wel goed – of kopen ze aandelen van een bedrijf dat wordt geleid door een charismatische leider. De prijzenkast bij Ahold is gevuld met een bont scala aan prijzen.

Dit boek bevat geen wijsheden, tips of meeslepende visies. Het bevat slechts nauwgezet onderzoek naar fabeltjes. Vele daarvan, zo niet alle, gaan naar het rijk waar ze thuishoren. Als u vindt dat de auteurs ongelijk hebben, stuur ze dan geen boze brieven. Haal dan gewoon uw gelijk op de financiële markt en nodig de onderzoekers uit voor een glaasje champagne op uw jacht in Monaco.

Jaap Koelewijn

Hoogleraar Nyenrode Business Universiteit en
directeur Financieel Denkwerk BV

Inhoud

Een woord vooraf	5
Geen fabeltjes maar feiten	7
1 Allemaal de markt verslaan	11
De portefeuille	12
De aandelenmarkt	13
Wat is de juiste prijs van een aandeel?	17
De efficiënte markt	21
De markt verslaan	25
2 Een nieuw begin	28
Bedrijven gaan publiek	29
IPO-resultaten volgens de literatuur	33
De IPO's in 2003-2007	36
Van biotech word je beter	36
Biotechnologie heeft een magische klank	38
Beleggingsresultaten	39
Later aandelen plaatsen kan ook	41
Raken IPO's uit de tijd?	41
3 Meer is beter?	45
Veelgehoorde motieven	46
Wat zien we in de praktijk?	48
Koersen van splitsers	54
4 Is inkoop duurkoop?	59
Bedrijven hebben geld te veel	60
Waarom aandelen terugkopen?	61
Eerder onderzoek	65
De Nederlandse situatie	67
5 Uit de index, dus uit de gratie?	72
De index achterna	75
Resultaten	77

Dolle handel	78
De index als toetssteen?	79
6 In de hoogste versnelling	82
De hefboom	83
Opties	85
Futures	88
Turbo's	89
Zijn turbo's en CFD echt uniek?	91
Hoge snelheid op een rijtje	92
Omhoog of omlaag?	96
7 Vastgoed is vast goed!	99
Een eigen huis	100
Een ander huis	102
Onroerendgoedfondsen	104
Past onroerend goed in een evenwichtige beleggingsportefeuille?	105
8 Goud is Goud	111
Goud als goud	112
Beleggen in puur goud	113
Goudaandelen	115
Derivaten van goud	119
Goud in een Nederlandse portefeuille	120
Concluderend	121
9 Speciale aanbiedingen	123
Kleine maten in de aanbieding	124
Seizoensopruiming	126
Exotische aanbiedingen	130
Reverse splits: 2004-2007	133
10 Afsluiting	137
Verantwoording	139
Register	141

Allemaal de markt verslaan

Op feesten en partijen kun je ze regelmatig horen: beleggers die opscheppen over hun beleggingsresultaten. Ze hebben het dan meestal over winsten die ze behaalden met hun aandelen.

Aandelenbeleggingen vormen boeiende gespreksstof omdat de resultaten ervan behoorlijk wisselend kunnen zijn. Daardoor is aandelenbezit avontuurlijk en maakt een belegger tal van ups en downs mee. Ervaringen die je graag wilt delen met lotgenoten.

Veel beleggers zijn trots op hun prestaties. Ze voeren graag het woord als er mooie successen zijn te melden en ze zijn soms wat stiller bij tegenvallers. Een doodnormaal menselijk trekje.

Heel wat van die beleggers hebben ook eigen stokpaardjes en geven elkaar vaak tips en adviezen. Soms heeft iemand een rotsvast standpunt waarvan hij heilig is overtuigd. Het is dan lastig zo'n standpunt tegen te spreken. En niet zelden vliegen je allerlei vage uitspraken en aanvechtbare argumenten om de oren.

'Je bent gek als je je geld op de bank zet. Met een participatie in een teakhoutplantage krijg je een gegarandeerd rendement van 10 procent', zegt de een.

'Aandelen presteren al bijna honderd jaar veel beter dan spaargelden', stelt de ander.

'Dankzij de tips van dit beleggersblad scoor ik ruim beter dan de markt', beweert een derde.

Beleggingswijsheden hoor je overal. Het zijn uitspraken die je hoort op tv, die je opvangt tijdens een gezellige borrel, maar ook beweringen die je kunt lezen op de beurspagina van de krant of op een beleggerswebsite.

'Nu Philips eigen aandelen gaat inkopen, zal de koers gaan stijgen.'

En: 'De aangekondigde aandelensplitsing van Grontmij zal de koers stimuleren.'

Of: 'Getronics is uit de AEX-index verwijderd, dat zal de koers geen goed doen.'

En zo zijn er nog heel wat meer.

In dit boek staan deze uitspraken centraal. We zullen telkens eerst de achtergrond van zo'n standpunt schetsen, maar hoofddoel is dat we op basis van de feiten een oordeel geven over het waarheidsgehalte van die mededelingen. Geen eigen mening verkondigen, maar gewoon kijken naar de cijfers. Rekenen met beurskoersen en rendementen dus. En in sommige gevallen wijzen eerdere publicaties ons reeds de weg.

Heel wat keren zal dan blijken dat veelgehoorde wijsheden moeten worden gekwalificeerd als hoogst twijfelachtig. Dat de rechtvaardiging van allerlei goedbedoelde, gratis adviezen berust op drijfzand. Kortom, het zijn eigenlijk fabeltjes over beleggen.

Om alles in een kader te plaatsen, bekijken we eerst enkele algemene thema's met betrekking tot aandelenmarkten. We praten dan over markttrendement, efficiënte markten en de psychologische kant van het beleggen. Tegen die achtergrond doen we onze analyses in de verdere hoofdstukken.

De portefeuille

Als mensen hun geld niet voor onmiddellijke consumptie nodig hebben, moet dat op een verstandige manier opzij worden gezet. Voor een appeltje voor de dorst voor later. Of met de bedoeling een vermogen op te bouwen. Deze leuke bezigheid voor nu leidt dan hopelijk tot een leuke nalatenschap voor je erfgenamen.

De manieren om geld voor kortere of langere tijd op een zinvolle wijze te bewaren, noemen we sparen en beleggen. Doel hiervan is dat het beschikbare geld een bepaalde opbrengst laat zien, een rendement oplevert.

Dat kan in allerlei vormen. Je kunt een spaarrekening openen, een huis kopen of aandelen aanschaffen. Veel mensen doen van alles een beetje. Ze hebben misschien een deposito op de bank, een eigen huis met een hypotheek, een pakketje aandelen en ze doen mee in een beleggingsfonds. Al die zaken bij elkaar vormen iemands beleggingsportefeuille.

De verdeling van zo'n portefeuille over hoofdcategorieën wordt *assetallocatie* genoemd. Deze verdeelsleutel is een strategisch heel belangrijke beslissing. Je kiest dan hoeveel procent van je geld je belegt in bijvoorbeeld vastrentende waarden, onroerend goed of aandelen.

Zulke keuzes maken particulieren, maar ook grote beleggingsinstellingen zoals pensioenfondsen. Het zijn heel ingrijpende beslissingen, omdat de afzonderlijke categorieën soms nogal uiteenlopend presteren. Je kunt een jaar hebben waarin de aandelenmarkt omlaag is, onroerend goed omhoog gaat en vastrentend stabiel is. Een goede verdeling van de portefeuille is daarom van levensbelang voor het eindresultaat. Onderzoek in de Verenigde Staten leverde ooit de conclusie dat ruim 90 procent van het rendement kon worden verklaard door de assetallocatiebeslissingen. Later in dit boek komen ook een paar speciale soorten beleggingen aan bod, zoals onroerend goed en goud. De meeste aandacht zullen we echter geven aan aandelenbeleggingen. Daarover wordt het meest gepraat, daarover horen we de meeste oordelen, vooroordelen en beleggerswijsheden. Kortom, daarover bestaan de meeste fabeltjes.

De aandelenmarkt

Aandelen worden verhandeld op de effectenbeurs. Dat is in Nederland de effectenbeurs van Euronext in Amsterdam. Op Euronext Amsterdam worden aandelen verhandeld van tientallen Nederlandse bedrijven. Sommige bedrijven zijn heel groot, zoals Philips en ING, en andere bedrijven zijn een stuk kleiner, zoals Octoplus en Van Lanschot. De 25 grootste bedrijven worden de AEX-aandelen genoemd, de volgende 25 vormen de groep Midkap-aandelen (ook wel de AMX-aandelen), gevolgd door de Smallcap-index ASCX, die ook uit 25 aandelen bestaat. De restgroep wordt aangeduid als de lokale markt. De koers, de prijs waartegen een aandeel wordt verhandeld, komt tot stand op basis van vraag en aanbod. Die koersen kunnen aanzienlijke bewegingen vertonen. Enerzijds komt dat doordat het prijsniveau op en neer gaat voor de beurs als geheel. Beleggers hebben namelijk wisselend een optimistischer of pessimistischer kijk op de ontwikke-

ling van de nationale of de mondiale economie. Anderzijds kunnen er berichten komen over een specifiek bedrijf, waardoor de aandelenkoers van dat ene bedrijf plotseling scherp stijgt of daalt in vergelijking met de rest. Het prijsniveau van de markt als geheel wordt weergegeven door een beursindex. In Nederland is dat met name de AEX-index.

Het einddoel voor iedere belegger is het behalen van een positief resultaat uit de beleggingen, zijn rendement. Bij aandelen komt dat via twee wegen tot stand, namelijk door het ontvangen van dividenduitkeringen en als gevolg van koersveranderingen. Met die twee gegevens kun je per aandeel het behaalde rendement berekenen. Neem je de resultaten van al je aandelen samen, dan heb je het portefeuillerendement.

Dat rendement kan sterk uiteenlopen. Het varieert in de tijd, want in sommige jaren doen aandelen het heel goed en in andere jaren slecht. Het varieert ook per belegger omdat de ene belegger nou eenmaal succesvoller is met het samenstellen van zijn portefeuille dan de andere.

Om een beeld te krijgen van de eigen prestaties wordt vaak een vergelijking gemaakt met de beursindex. Dat wordt een *benchmark* genoemd. Daarmee kunnen we bekijken of we het beter of slechter hebben gedaan dan de markt als geheel. Voor dat doel wordt in Nederland nogal eens de AEX-index gebruikt.

Een enkele kanttekening is hier op zijn plaats:

- Let erop dat een indexberekening vaak geen rekening houdt met dividenduitkeringen. De AEX-index geeft alleen een beeld van de hoogte van de koersen. Op de eigen portefeuille wordt meestal ook dividend ontvangen. Om dit allemaal te onderwerpen kan men werken met een op de AEX-index gebaseerde herbeleggingsindex.
- Besef dat de AEX-index geen volledig beeld geeft van de totale Nederlandse markt. Alleen de belangrijkste 25 fondsen doen mee. Hierbij hebben grote bedrijven meer gewicht dan kleinere, maar de keuze die voor de weging van de AEX-index is gemaakt, is aanvechtbaar.
- Tegenwoordig is de oriëntatie van beleggers meer op buitenlandse markten gericht dan vroeger. Bij een internationaal samengestelde portefeuille zou je een internationale index

moeten gebruiken als benchmark, zoals de Dow Jones Euro Stoxx-50 of de MSCI World-index. Dit alles heeft weer als nadeel dat we ook goed moeten kijken naar de invloed van bewegende valutakoersen op de waarde van de portefeuille.

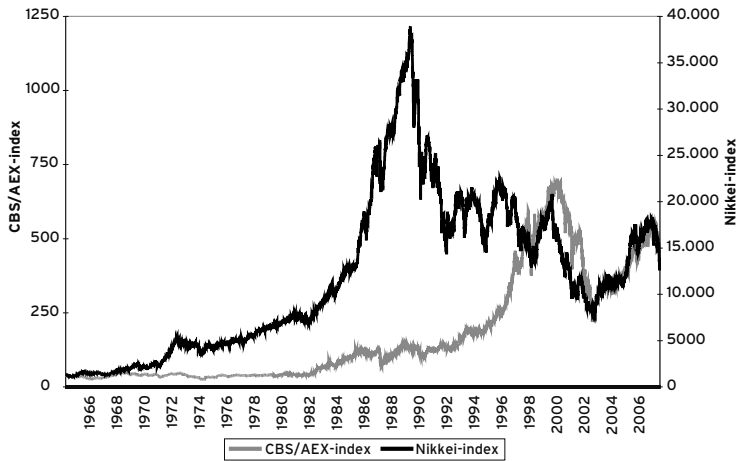
Veel mensen zijn optimistisch over aandelenbeleggingen. Daar is ook wel enige grond voor. Als je naar het verloop van de beursindex kijkt over de twintigste eeuw, verschijnt voor de meeste markten een rooskleurig plaatje. Aandelen deden het gemiddeld beter dan de veiligere vastrentende beleggingen zoals staatsobligaties. Voor veel markten ligt het jaarlijkse aandelenrendement over de laatste eeuw gemiddeld zo'n 4 of 5, misschien 6 procent hoger dan het rendement op overheidsobligaties. Dit getal verschilt enigszins per land en het hangt af van de termijn waarover de berekening wordt gemaakt, maar in veel leerboeken worden dergelijke cijfers genoemd. Beleggingsadviseurs gebruiken dit gegeven om hun klanten over te halen hun geld in aandelen te stoppen. 'Ja, misschien valt het in een afzonderlijk jaar wel eens wat tegen, maar op de lange termijn zit je altijd goed', wordt er dan gezegd.

Inderdaad: tegenvallen kan het. Tijdens de krach in oktober 1987 gingen de koersen zo'n 40 procent naar beneden – maar ze herstelden daarna snel. Vanaf 2000 gingen de koersen na een hoogtepunt van de AEX op 700 terug naar een dieptepunt van 218 in het begin van 2003 (dat werd wel de sluipkrach genoemd, omdat de daling geleidelijk verliep in plaats van met een schok). Ook hierna volgde een mooi herstel naar ruim 500 eind 2007, maar in januari 2008 was de beurs op een zeker moment alweer met 20 procent gedaald ten opzichte van 31 december 2007!

Maar komt het dan altijd weer goed met de aandelenkoersen? Dat valt nog te bezien. Wie gaat graven in oude koersgegevens, zal voor diverse landen zien dat de beurskoersen soms gedurende een lange reeks jaren geen gemiddelde stijging laten zien. Een nog steeds actueel voorbeeld is de beurs van Japan. In de jaren tachtig was Japan *hot*. In 1989 kwam de Nikkei-index op ongeveer 39.000 te staan. In het begin van 2008, dus negentien jaar later, staat deze op ongeveer 13.000. Natuurlijk, wie optimistisch is, kan nog

altijd geloven dat het herstel in Japan ooit komt, maar de vraag is natuurlijk of iedere belegger uit 1989 dat tijdens zijn leven nog zal meemaken. Een recenter voorbeeld is de index van de Amerikaanse technologiebeurs Nasdaq. Deze piekte in maart 2000 met ruim 5000 punten en acht jaar later bivakkeert de index rondom de 2300.

Het verloop van de Nikkei-index staat in figuur 1 weergegeven. Opvallend is dat (anno 2008) het gemiddelde rendement van de Nikkei niet eens veel verschilt van het AEX-rendement. Maar dat kan volgend jaar weer anders zijn.



Figuur 1: De AEX-index en de Nikkei-index sinds 1965

Nota bene: vóór 1983 is de CBS All Share-index gebruikt als graadmeter voor de Nederlandse beurs

Les uit dit alles is dat de belegger altijd kritisch moet bekijken of hij niet te veel betaalt voor de aandelen. Juist in tijden van stijgende beurzen is zo'n kritische houding iets waarmee je jezelf niet altijd geliefd maakt onder je beleggende vrienden. Ze noemen je een zwartkijker. En soms word je zelfs uitgelachen door financiële adviseurs. Maar ja, zij zijn dan ook de professionals.

Wat is de juiste prijs van een aandeel?

Bij beleggen staan slechts twee factoren centraal, namelijk rendement en risico. De gangbare opvatting is dat een belegging met een hoger risico gemiddeld gesproken een hoger rendement verdient onder het motto: wie risico neemt, dient daarvoor te worden beloond.

Een belangrijke maatstaf om de waarde van een aandeel te beoordelen is de winst per aandeel. Het gaat er dan om dat de totale winst van een bedrijf wordt gedeeld door het aantal aandelen dat uitstaat. Stel dat een aandeel van bedrijf XYZ op dit moment 50 euro kost en dat er een winst per aandeel van 4 euro is, dan kun je stellen dat het bedrijf per geïnvesteerde euro een rendement heeft gemaakt van 8 procent.

Als het rendement op een staatslening op dat moment 5 procent zou zijn, kun je zeggen dat het verschil van $8 - 5 = 3$ procent een beloning is voor risico. Een belegger die aandelen XYZ aanschafte, heeft nou eenmaal meer onzekerheid over de toekomstige opbrengsten dan wanneer hij kiest voor een risicovrije staatslening.

In de aandelenwereld werken we meestal niet met rendement maar met een omgekeerde maatstaf. Dat is de koers-winstverhouding, die soms de P/E-ratio (*price-earnings ratio*) wordt genoemd. Deze vind je door de koers te delen door de jaarwinst per aandeel.

Veel zaterdagkranten vermelden de P/E-ratio's van de genoemde aandelen.

In september 2007 lazen we bijvoorbeeld:

Fonds	P/E-ratio
Akzo Nobel	19,6
Heineken	22,0
KPN	14,5
Océ	14,6
Galapagos	-
SNS Reaal	8,7

Tabel 1: Enkele P/E-ratio's in 2007

In principe geldt: hoe hoger de P/E-ratio, des te duurder is het aandeel. Aandelen Heineken blijken volgens de tabel dus duurder te zijn dan aandelen Océ. Voor Heineken willen beleggers dus relatief meer betalen. Vaak komt dat doordat de beleggers bepaalde verwachtingen hebben over de groei van een specifieke onderneming. Als men denkt dat de winst van Heineken de komende jaren flink gaat groeien, is het niet erg om nu een forse prijs te betalen voor de aandelen. P/E-ratio's vormen een aardige indicator, maar we moeten voorzichtig zijn. Kijk maar naar Galapagos. Dit bedrijf heeft helemaal geen koers-winstverhouding, omdat het in een ontwikkelingsfase verkeert waarin het permanent verlies lijdt. Toch hebben beleggers geld over voor dit bedrijf, omdat ze er in de toekomst veel van verwachten.

Soms geeft de P/E-ratio een vertekend beeld. Het komt wel eens voor dat een bedrijf in een jaar een uitzonderlijke winst boekt, bijvoorbeeld doordat een bedrijfs onderdeel is verkocht. Bij een ander bedrijf is er misschien een eenmalig verlies doordat er extra reorganisatiekosten waren. Je moet dus altijd proberen te bekijken of de winstcijfers kunnen worden getypeerd als de cijfers van een redelijk normaal jaar.

In de beleggingsleer wordt het Dividend Discount Model (DDM) beschouwd als een redelijke leidraad om de waarde van een aandeel te bepalen. Dit model stelt dat de huidige prijs van een aandeel wordt bepaald door de contante waarde van alle toekomstige dividenden die op dat aandeel worden uitgekeerd. Zoiets houdt bijvoorbeeld in dat een verwacht dividend van 2,00 euro volgend jaar bij een rentevoet van 10 procent vandaag ongeveer gewaardeerd wordt als 1,81 euro. Cruciaal bij dit model zijn twee getallen, namelijk de verwachte gemiddelde jaarlijkse groei van de winst en de te gebruiken disconteringsvoet.

Die groei is eigenlijk een bijzondere factor. De meeste bedrijven keren lang niet al hun winst uit aan de aandeelhouders in de vorm van dividend. Die ingehouden winst zou moeten zorgen voor nieuwe investeringen en dus voor groei van het bedrijf. Heel wat bedrijven houden veel winst in en suggereren dat zij hoge groeiverwachtingen hebben voor zichzelf. Het is maar de vraag of ze die verwachtingen ook kunnen waarmaken.