

**MARIUS KERDEL EN JOLMER SCHUKKEN**

# **DE BELEGGINGS- ILLUSIE**

**Wat de bank je niet vertelt  
over succesvol beleggen**

**MAVEN**  
PUBLISHING

© 2014 Marius Kerdel en Jolmer Schukken / Maven Publishing bv

[www.mavenpublishing.nl](http://www.mavenpublishing.nl)  
[www.beleggingsillusie.nl](http://www.beleggingsillusie.nl)

Ontwerp omslag DPS  
Opmaak binnenwerk Michiel Niesen, Zetproducties

ISBN boek 978 94 9184 518 5  
ISBN e-boek 978 94 9184 525 3  
NUR 794

Met dank aan Carl Richards ([www.behaviorgap.com](http://www.behaviorgap.com)) voor het maken van een Nederlandse versie van zijn illustraties.

Alle rechten voorbehouden.

Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotokopie, microfilm of op welke wijze en/of door welk ander medium ook, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

*De beleggingsillusie* is bedoeld als discussiestuk en niet als (financieel) advies. Het boek geeft de persoonlijke mening van de auteurs weer. Het is gebaseerd op openbare informatie die de auteurs betrouwbaar achten. De auteurs kunnen niet garanderen dat die informatie juist en volledig is en zijn niet aansprakelijk voor eventuele schade of verlies als gevolg van het in praktijk brengen van de aangeboden informatie. De anekdotes dienen ter illustratie van de boodschap.

# Inhoud

**Voorwoord** 7

**Inleiding** 9

**Deel 1: De beleggingsillusie** 15

Selecteren van aandelen 23

Market-timing 35

Selecteren van beleggingsfondsen 47

Het belangenconflict 61

**Deel 2: De beleggingsoplossing** 69

Regel 1: Neem het juiste risico 73

Regel 2: Beperk je kosten 89

Regel 3: Hou jezelf in bedwang 107

Transparantie en gelijke belangen 125

**Slotakkoord** 139

Toegift 143

Noten 149

Verder lezen 161

De auteurs 165

# Voorwoord

Beleggers kunnen een hoog rendement behalen op hun aankoop en op het lezen van dit zeer helder en overtuigend geschreven boek van Marius Kerdel en Jolmer Schukken. De auteurs prikken terecht ballonnen en illusies door over beleggen en vermogensbeheer.

De drie beleggingsregels die zij bepleiten, kunnen veel beleggers helpen een beter resultaat (na kosten!) te bereiken dan nu veelal het geval is. Een van hun belangrijkste punten betreft de (te) hoge kosten die beleggers betalen aan hun vermogensbeheerders (banken en beleggingsfondsen), dikwijls zonder het zelf te weten vanwege de ondoorzichtigheid van de totale kosten. Als variatie op de quote 'Beleggen is simpel, maar niet gemakkelijk' zou je daarom kunnen zeggen: 'Beleggen is simpel, maar dikwijls aantrekkelijker voor de vermogensbeheerder dan voor de belegger'. Gelukkig is dat nu aan het veranderen in Nederland, onder andere met het afschaffen van de kickbacks.

De belangentegenstelling tussen beleggers-klanten en vermogensbeheerders waarop Marius en Jolmer de nadruk leggen kan worden verminderd door de door hen bepleite fee-only-structuur, waarbij het vooral gaat om een performance-only-fee. Maar die mag dan niet disproportioneel hoog zijn. De belangen van beleggers en vermogensbeheerders lopen meer parallel naarmate de laatste dezelfde risico's lopen door te participeren in de beleggingen die zij managen. Dat is al het geval bij veel hedgefondsen.

Tot slot een woord van troost: in casino's kan je op de lange termijn nooit winnen, maar op de aandelenbeurzen kan een belegger dat wel.

Onno Ruding  
Oud-minister van Financiën en  
voormalig vice-chairman van Citibank

‘They said, “You  
have a blue guitar,  
you do not play  
things as they are.”  
The man replied,  
“Things as they are,  
are changed upon  
the blue guitar.”’

**Wallace Stevens**

# Inleiding

Eigenlijk hadden we een ander boek willen schrijven. We hadden namelijk gehoopt dat we na jaren actief beleggen geleerd zouden hebben wat wel en wat niet werkt. Dat we een manier zouden hebben gevonden om op het juiste moment in de juiste beleggingen te stappen en pijnlijke missers te vermijden. We hadden daar dan graag een boek over geschreven, als echte beleggingsgoeroes. Jammer genoeg gebeurde het omgekeerde: met de jaren kregen we juist minder zekerheid en hadden we meer vragen.

En wij waren niet de enigen. Veel mensen om ons heen – familie, vrienden, maar ook collega's uit de financiële sector – zagen door de bomen het bos niet meer. Ze twijfelden of en hoe ze moesten beleggen, welk advies ze moesten volgen en wie ze konden vertrouwen. Daarom besloten we te onderzoeken of er niet een andere oplossing te vinden was. Die bleek er, goed verborgen, al jaren te zijn. Sterker nog, verstandig beleggen is op dit moment makkelijker en goedkoper toegankelijk dan ooit.

Waarom is er dan toch zo veel verwarring onder beleggers? Een deel van het probleem ligt in onze aard. De meeste mensen vinden het lastig om onder complexe en onzekere omstandighe-

den goede beslissingen te nemen. Het tweede probleem is een gebrek aan goede kennis.

Je zou denken dat de vermogensbeheerindustrie ons bij beide problemen zou kunnen helpen, maar gek genoeg is dat niet in haar belang. Zoals we zullen zien is de beste oplossing voor beleggers namelijk vaak zo min mogelijk doen. Als beleggers niks doen, valt daar voor de industrie weinig aan te verdienen. Daarom wordt de illusie gecreëerd dat we door juist wél te handelen en actief te beleggen, of door professionals in te huren die dat voor ons doen, de kans vergroten op een goed rendement. Het prijskaartje dat aan die illusie hangt, is de afgelopen decennia sterk gegroeid, met pijnlijke gevolgen voor onze spaarpot en ons pensioen.

*De beleggingsillusie* bestaat uit twee delen. In deel 1 laten we zien wat het najagen van de illusie in de praktijk betekent en leggen we uit waarom de beleggingsindustrie erbij gebaat is de illusie in stand te houden. In deel 2 beschrijven we drie regels waarmee verstandig kan worden belegd. We doen ook een voorstel voor een alternatief verdienmodel voor vermogensbeheerders, zodat het ook in hun belang wordt om die beleggingsregels te volgen.

De regels en oplossingen in dit boek hebben we niet zelf verzonnen. Ze zijn ook niet nieuw of uniek. Ze bewijzen al decennia hun waarde en zijn gebaseerd op het onderzoek van onder anderen elf Nobelprijswinnaars.<sup>1</sup> Kortom, ons verhaal komt niet zomaar uit de lucht vallen. Wij hebben alleen geprobeerd de feiten op een begrijpelijke manier op een rijtje te zetten, want helaas worden ze nog steeds te vaak verzwegen of genegeerd.

We zijn vaak kritisch over de beleggingsindustrie, maar er zijn natuurlijk specifieke, positieve uitzonderingen, en ook in het algemeen zijn er belangrijke lichtpunten te zien. Zo is er in Nederland met het provisieverbod (de afschaffing van de ‘distributievergoeding’ of ‘kickback’) per januari 2014 een ‘perverse prikkel’ weggenomen en worden op verschillende fronten de kosten van beleggen verlaagd.

Beleggingsland blijft echter bezaaid met valkuilen waar je vermogen in kan verdwijnen. Met dit boek proberen we individuele beleggers te helpen de grootste kuilen te vermijden en de industrie aan te moedigen verdere verbeteringen door te voeren.



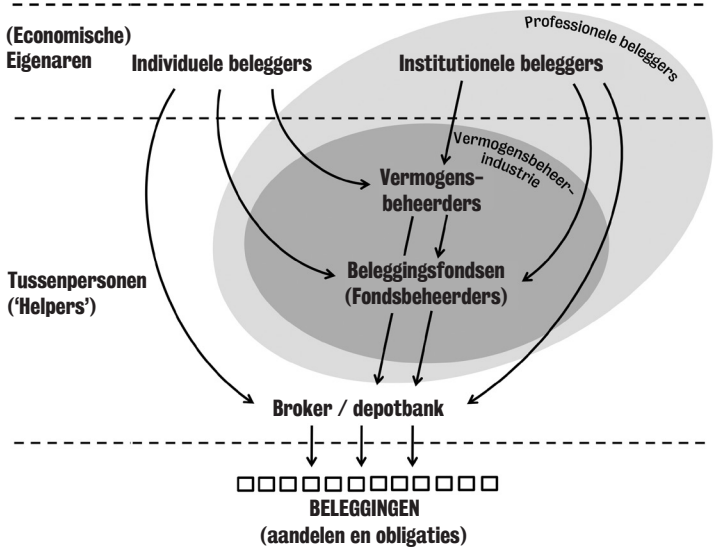
In dit boek zullen we een reis maken door beleggingsland. Sommige termen zullen niet bij alle lezers bekend zijn of op verschillende manieren geïnterpreteerd kunnen worden. Om verwarring te voorkomen hebben we de belangrijkste termen op een rijtje gezet met onze definities erbij.<sup>2</sup>

- Ten eerste de term **beleggen**. Daarmee bedoelen we de handel in en het bezit van beursgenoteerde **effecten**, zoals aandelen en obligaties. Dat is voor ons iets anders dan **investeren**, want daarmee bedoelen we het participeren in private, niet beursgenoteerde bedrijven.
- **Aandelen** zijn bewijzen van deelname in een onderneming. Een aandeelhouder is daarmee mede-eigenaar van de onderneming en deelt dus in de winst en het verlies. Ook heeft hij of zij normaal gesproken het recht om te stemmen in de algemene vergadering.
- **Obligaties** zijn verhandelbare leningen aan bedrijven of overheden. Obligatiehouders krijgen op een vooraf afgesproken tijdstip de lening (de hoofdsom) terugbetaald en tot die tijd ontvangen ze meestal rente. Ze zijn dus geen mede-eigenaar en hebben geen stemrecht, maar delen ook niet in de verliezen (tenzij het bedrijf of de overheid die de obligatie heeft uitgegeven failliet gaat).
- Met **individuele beleggers** bedoelen we mensen die niet beroepsmatig beleggen, zoals particulieren, families en ondernemers die hun eigen vermogen verstandig willen beleggen, en mensen die op het geld van anderen passen: bestuurders van stichtingen, verenigingen en kleinere pensioenfondsen.
- **Institutionele beleggers** zijn instellingen zoals pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen, die uit hoofde van hun functie aanzienlijke bedragen beleggen.
- De individuele en institutionele beleggers zijn samen de uiteindelijke **economische eigenaren** van de beleggingen (het juridisch eigendom kan bij een andere partij liggen). Deze eigenaar-beleggers kunnen ervoor kiezen om zonder hulp direct in aandelen en obligaties te beleggen, of

dat indirect te doen via een beleggingsfonds. Ze kunnen ook de hulp inschakelen van een vermogensbeheerder of een adviseur.

- Een **vermogensbeheerder** is een bedrijf of persoon die tegen een vergoeding geld beheert of beleggers over dat geld adviseert. In Nederland wordt de markt van vermogensbeheerders gedomineerd door de grote private banks, zoals ABN AMRO, ING, Rabobank (Schretlen) en Van Lanschot/Kempen. Ook vermogensbeheerders hebben de keuze om direct te beleggen, of dat indirect te doen via een beleggingsfonds.
- **Beleggingsfondsen** bundelen het geld van individuele en institutionele beleggers en beleggen dit in onderliggende effecten. Door geld te bundelen kunnen ze in principe kosten besparen en in ieder geval betere spreiding bereiken (in meer verschillende effecten beleggen) dan individuele beleggers met een beperkt kapitaal.
- Beleggingsfondsen worden beheerd door **fondsbeheerders**. Met deze term kunnen de individuele fondsmanagers zelf worden aangeduid, of de ondernemingen (bijvoorbeeld een beheer-bv) die het beheer van die fondsen voeren.
- Samen met de vermogensbeheerders vormen fondsbeheerders de **vermogensbeheerindustrie**. Zij beleggen niet voor eigen rekening, maar doen dat als tussenpersoon, voor rekening van anderen. Net als institutionele beleggers beleggen ze wel beroepsmatig. Daarom noemen we deze partijen (de institutionele beleggers en de vermogensbeheerindustrie) **professionele beleggers**.
- Uiteindelijk lopen alle transacties, ook die van beleggingsfondsen, via een **depotbank** of **broker**. Dat zijn instellingen die een platform aanbieden waarop beleggers (via een beleggingsrekening) effecten kunnen houden, kopen en verkopen.

Hieronder hebben we de verschillende partijen en hun plek in beleggingsland weergegeven.



Ten slotte zijn er ook nog partijen die niet direct bij beleggen betrokken zijn maar wel indirect met beleggen hun brood verdienen, zoals beursanalisten, fonds- en kredietbeoordelaars, adviseurs, marketingbureaus en de financiële pers. Alle partijen die direct of indirect met beleggen hun geld verdienen noemen we bij elkaar de **beleggingsindustrie**.

# Deel 1

## De beleggingsillusie

Het was 22 april 1970. Ross Perot had de hele ochtend in vergadering gezeten met een belangrijke klant. Toen de kleine Texaan om twee uur 's middags even tijd had, belde hij zijn collega Tom Marquez.

‘Nog nieuws?’ vroeg Perot.

‘Nou,’ zei Marquez, ‘onze aandelenkoers is meer dan vijftig dollar gezakt.’

Perot zou later zeggen dat hij op dat moment niks voelde. Opvallend, want die terloopse woorden van Marquez hielden in dat Perot financiële geschiedenis had geschreven. Vijftig dollar stond namelijk gelijk aan een daling van 30 procent van de aandelenkoers van Electronic Data Systems (EDS), en dus had Perot, als oprichter en grootste aandeelhouder, net 450 miljoen dollar verloren. Voor zover bekend was dat het grootste verlies dat iemand ooit in één dag had geleden.<sup>3</sup>

Tom Marquez had de koers van het EDS-aandeel niet op zijn computer of smartphone kunnen opzoeken, zijn bankier had hem geen e-mail gestuurd en zelfs de faxmachine, die net door Xerox was geïntroduceerd, werd nog niet gebruikt. De technologische

voortgang heeft ervoor gezorgd dat er nog veel meer is veranderd in aandelenland. Voordat een transactie was afgehandeld, gingen er in 1970 vijf dagen voorbij. Het fysieke aandelencertificaat moest per koerier van de ene beurshandelaar naar de andere verstuurd worden, en vervolgens met de hand in het administratiesysteem worden verwerkt. Niet zelden raakte het papierje kwijt en werd de transactie als mislukt bestempeld.

Informatie werd per telefoon of per post verspreid en was dus maar spaarzaam beschikbaar, waardoor de groep ingewijden op Wall Street een belangrijke voorsprong had op de onwetende massa. Maar ook voor de insiders was het lastig om de jaarverslagen, kwartaalcijfers en nieuwe ontwikkelingen van alle bedrijven op de beurs van New York te volgen, laat staan die van bedrijven in de rest van de wereld.

Tegenwoordig is alle denkbare informatie over vrijwel elk beursgenoteerd bedrijf ter wereld online beschikbaar, worden transacties automatisch verwerkt en komt er aan een significant aantal transacties helemaal geen menselijk handelen meer te pas.<sup>4</sup> Het aantal transacties is mede daarom verveelvoudigd. In 1970 werden er op de beurs van New York gedurende het hele jaar 2,9 miljard aandelen verhandeld. Toentertijd een nieuw record. In 2008 waren dat er 2,6 miljard – per dag!<sup>5</sup>

Ook het aantal beleggers en de samenstelling van die groep is sterk veranderd. Voor de jaren 70 bestond 90 procent van de markt uit individuele beleggers, al dan niet ‘geholpen’ door brokers en beleggingsadviseurs. Slechts 10 procent bestond uit institutionele beleggers en fondsbeheerders.

Inmiddels is die verhouding volledig omgedraaid – met verstrekkende gevolgen. Tegenwoordig wordt 95 procent van de transacties uitgevoerd door professionele beleggers. Sterker nog, 50 procent van het marktvolume wordt verhandeld door professionals die werken bij de vijftig grootste en meest actieve beleggingsinstellingen.<sup>6</sup> Wolkenkrabbers vol met de slimste jongetjes en meisjes van de klas handelen dag en nacht met elkaar, en de strijd om te profiteren van superieure informatie wordt niet langer op dag- of weekbasis gestreden, zoals in de tijd van Perot en Marquez, maar binnen een aantal milliseconden beslecht.

# RENDEMENT IS WINST MINUS KOSTEN

In eerste instantie zou je misschien denken dat de enorme toename aan informatie en de explosieve groei van de vermogensbeheerindustrie – met haar experts, technologie en grenzeloze ambitie – veel extra rendement heeft opgeleverd voor beleggers. Als je even verder denkt, begrijp je echter dat het omgekeerde het geval is. Het rekensommetje is eenvoudig: bedrijven maken winst die in principe is bestemd voor de eigenaren, de aandeelhouders dus. De vermogensbeheersector is in feite niks anders dan een laag tussen de bedrijven en eigenaren die de winsten omleidt en herverdeelt. De kosten van deze tussenlaag, die **Warren Buffet** sceptisch de ‘helpers’ noemde, worden afgetrokken van de winst van de bedrijven waarin geïnvesteerd wordt, voor-

dat die winst de beleggers bereikt. De groep helpers is enorm toegenomen, en hun inkomsten zijn gestegen. Wetenschappelijke logica bepaalt dat hoe meer het de helpers oplevert, hoe meer de belegger inlevert.

**Warren Buffet**, die bekendstaat als 's werelds meest succesvolle belegger, schrijft elk jaar een brief aan de aandeelhouders van zijn beleggingsbedrijf Berkshire Hathaway. Het verhaal van de familie Geldgenoeg en hun Helpers uit de brief van 2005 is achter in dit boek als toegift te vinden. Verplichte kost voor elke belegger die verstandig om wil springen met zijn spaargeld.

Hoeveel deze omweg beleggers kost, hangt af van welke tussenlagen er worden gebruikt en het aantal transacties dat wordt gedaan. Het is daarom lastig om de kosten exact vast te stellen, maar een redelijke inschatting valt wel te maken. Een Nederlandse individuele belegger die bij een private bank belegt, is gemiddeld 2,2 procent van zijn belegde vermogen per

jaar aan kosten kwijt. (In deel 2 leggen we uit waar deze kosten uit bestaan.) Dat lijkt op het eerste gezicht misschien niet zoveel, maar als je berekent wat voor gevolgen dat heeft voor je vermogen op lange termijn, is het resultaat schrijnend.

Een voorbeeld: het bruto rendement op een wereldwijd gespreide portefeuille van aandelen en obligaties was gemiddeld 6,5

procent per jaar tussen 1900 en eind 2012, vóór aftrek van kosten en belasting.<sup>7</sup> De gemiddelde belegger begint ongeveer veertig jaar voor zijn pensioen met sparen. Als je aan het begin van die periode een bedrag van 1000 euro zou beleggen, zou dat op basis van zo'n **rendement** groeien tot 12.416 euro. Maar als je elk jaar die 2,2 procent aan kosten aftrekt, blijft er maar 5.375 euro over – bijna 60 procent gaat dus op aan kosten van de beleggingsindustrie!

Nu is het niet mogelijk om te beleggen zonder wat kosten te maken, maar 'wat kosten' is iets anders dan 2,2 procent per jaar. 2,2 procent (34 procent van het historische gemiddelde jaarlijkse rendement) is een kapitaalverslindend percentage dat we moeten en kunnen vermijden. Zoals **John Bogle** het zei: 'De magie van exponentieel stijgend rendement wordt verwoest door de tirannie van exponentieel stijgende kosten.'

**John Bogle** is de oprichter van Vanguard, het op een na grootste beleggingsbedrijf ter wereld. Vanguard is pionier op het gebied van indexbeleggen en lage kosten. We zullen in dit boek een paar keer op Vanguard en de heer Bogle terugkomen.

Als er in beleggingsland over **rendement** wordt gesproken, wordt daar het gemiddelde samengestelde rendement mee bedoeld (dus inclusief het 'rente op rente'-effect). Een gemiddeld rendement van 6,5 procent per jaar betekent dat er elk jaar 6,5 procent wordt bijgeschreven. Als je met 1000 euro start hou je na veertig jaar  $1000 \times (1,065)^{40} = 12.416$  euro over. De hoofdsom groeit dus exponentieel; daarom kunnen kleine verschillen over een langere termijn leiden tot zeer uiteenlopende resultaten.

## KOSTEN ZIJN INKOMSTEN

Kosten voor de belegger zijn gelijk aan inkomsten voor de beleggingsindustrie. En daar ligt de kern van het probleem. Het is in het belang van vermogensbeheerders, banken en brokers om zo veel mogelijk activiteit te genereren, omdat ze hun klanten dan maximale kosten in rekening kunnen brengen voor het grote aantal transacties en de voorgespiegelde toegevoegde waarde. Je kunt

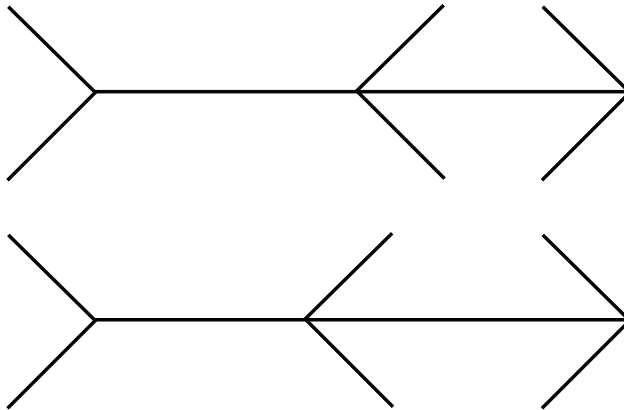


klanten tenslotte niet laten betalen als er niks wordt gedaan – althans, dat is de gedachte. Vandaar dat de marketingmachine van de sector, vaak geholpen door de financiële media, de belegger tot steeds meer activiteit aanspoort en ons aanmoedigt tot het spelen van de drie ‘beleggingsspelletjes’:

1. Het selecteren van aandelen
2. Het timen van de markt
3. Het selecteren van beleggingsfondsen

De boodschap van de industrie is dat we door zelf die spelletjes te spelen, of liever nog, door vermogensbeheerders in te huren om dat voor ons te doen, de kans op een goed rendement vergroten. Het omgekeerde is echter het geval. Hoe meer we de spelletjes spelen en professionals inhuren om ons daarin bij te staan, hoe meer kosten we als beleggers betalen en hoe minder rendement er voor ons overblijft, dus hoe kléíner de kans op een goed rendement. Daarom noemen we die boodschap van de industrie ‘de beleggingsillusie’.

Niet alleen worden er miljarden euro’s en ontelbaar veel uren marketing en promotie aan de illusie besteed, het ligt ook in onze aard om de boodschap te geloven. We focussen op de succesverhalen en willen maar al te graag geloven dat ook wij door slim te zijn en actief te beleggen, het beter zullen doen. Daarom gaan de meesten van ons vroeg of laat voor de bijl: we maken onnodige kosten, lopen vermijdbare risico’s en brengen daarmee onze financiële toekomst in gevaar.



Bij een illusie weet je, als je goed nadenkt, vaak dat het op een bepaalde manier zit (het bovenste lijntje wordt in het midden doorgesneden en het onderste juist niet), maar als je even niet oplet, laat je je telkens weer misleiden.

‘Als er 10.000 mensen proberen de winnende aandelen te selecteren, dan gaat er zeker iemand, gewoon op basis van kansberekening, fantastisch scoren. Het is een spelletje, een kwestie van geluk.’

**Merton Miller,  
winnaar van de Nobelprijs  
voor de Economie 1990**