11

De businesseigenaar is anders rationeel

De rijke belegger is geen homo economicus.
Hij werkt met twee soorten geld.

In de vorige hoofdstukken zagen we kopen, houden en verkopen als drie aparte disciplines. Elk met eigen regels, kaders en mentale modellen. Maar er is iets dat zelden hardop wordt gezegd: de grens tussen die drie is dunner dan je denkt. En juist dáár ontstaat de psychologische valkuil waar beleggers massaal intrappen.

Veel mensen proberen hetzelfde te doen: het succes van andere beleggers kopiëren. Zij zien een geweldig aandeel, een indrukwekkend rendement en een overtuigend verhaal. En toch loopt het vaak anders af. Niet omdat het idee slecht was, maar omdat context zwaarder weegt dan het aandeel zelf. Dat is misschien wel de meest intrigerende paradox van beleggen. Hoe kan hetzelfde aandeel briljant zijn voor de één, en desastreus voor de ander?

Kijk opnieuw naar dit voorbeeld uit het vorige hoofdstuk:

- Een kwaliteitsbedrijf noteert tegen een k/w-verhouding van 50.
- De rijke belegger bezit het aandeel al vijf jaar. Zijn oorspronkelijke investering van € 15.000 is inmiddels gegroeid naar € 63.771 (+325%).
- Het bedrijf presenteert nieuwe plannen en verwacht de winst de komende vijf jaar te verdubbelen – met een groei van circa 15% per jaar.
- De arme belegger wil meeliften op het succesverhaal en koopt hetzelfde aandeel met € 63.771 aan eigen vermogen.

Beide beleggers hebben hetzelfde aandeel, voor hetzelfde bedrag, met dezelfde groeiverwachtingen. Beiden kunnen hun kapitaal laten groeien naar ongeveer € 128.000 als de winst daadwerkelijk verdubbelt en de waardering gelijkblijft.

En dan volgt de ongemakkelijke vraag die elke vorm van logica lijkt te tarten: waarom kan de rijke belegger zijn aandelen rustig aanhouden, terwijl de arme belegger beter niet kan instappen? Uiteindelijk draait beleggen toch om dezelfde simpele vraag: waar rendeert een euro het meest?

Maar hoewel beide beleggers ogenschijnlijk identiek gepositioneerd lijken, bevinden ze zich psychologisch in totaal verschillende werelden. De rijke belegger speelt niet alleen het spel van de belegger, maar ook dat van de businesseigenaar.

Het verschil zit niet in het aandeel zelf, maar in de geschiedenis achter het bezit. Sommige euro's zijn nieuw. Andere euro's hebben jaren in hetzelfde bedrijf doorgebracht. In die tijd gebeurt iets wat je niet in een spreadsheet ziet: tijd bouwt ervaring op. Ervaring voedt overtuiging. En overtuiging maakt vasthouden rationeel.

Om dat beter te begrijpen, bekijken we hetzelfde voorbeeld vanuit drie perspectieven. In elk perspectief staat de arme belegger voor de nieuwe instapper en de rijke belegger voor de bestaande aandeelhouder. Die rolverdeling is bewust gekozen. Niet omdat de rijke belegger nooit nieuwe aandelen koopt, maar omdat juist hier zichtbaar wordt waarom hij andere afwegingen maakt bij kopen, houden en verkopen.

Perspectief 1: nieuw versus oud risico

Voor de arme belegger begint het risico vandaag. Hij legt € 63.771 op tafel voor een eerste positie in een bedrijf dat hij, ondanks alle analyse, nog niet echt kent. Vanaf dag één staat zijn volledige inleg bloot aan een hoge waardering en optimistische verwachtingen. Hij heeft geen opgebouwde veiligheidsmarge, geen tijdsbuffer, geen emotioneel referentiekader.

Zijn beslissing rust op een rekenmodel waarin 15% rendement per jaar aantrekkelijk oogt. Maar zulke verwachtingen zijn fragiel. Als de winstgroei tijdelijk hapert of de marktwaardering daalt, kan een groot deel van

het toekomstige rendement snel verdwijnen. Hij neemt veel risico voor weinig foutmarge in zijn aannames.

De rijke belegger neemt geen nieuw risico. Hij beheert een oud risico.

Zijn grootste onzekerheid ligt jaren achter hem, toen hij het aandeel kocht tegen een lagere waardering en met minder consensus. Sindsdien heeft hij het bedrijf zien groeien, vertragen, herstellen en opnieuw versnellen. Hij zag zwakke kwartalen, teleurstellingen en paniekmomenten. En belangrijker nog: hij zag hoe het management reageerde onder druk. Wat ooit onzeker was, werd langzaam vertrouwd. Zijn veiligheidsmarge is daardoor ook psychologisch verankerd.

Voor de arme belegger is 15% verwacht rendement een kwetsbare belofte over de toekomst. Voor de rijke belegger voelt diezelfde 15% als een logisch vervolg op iets dat zich al jaren heeft bewezen. Dat verschil lijkt subtiel, maar het bepaalt het gedrag.

Wanneer de koers 30% daalt, ziet de rijke belegger vooral ruis, terwijl de arme belegger verlies ervaart in een nog onbewezen positie. Hij twijfelt niet omdat het bedrijf veranderde, maar omdat hij het mentale vangnet van tijd mist. Dit maakt de pijn tussen nieuw en oud risico direct voelbaar.

De les is niet: nooit duur kopen. De les is: bij hoge waardering moet tijd een groter deel van het werk doen. Wie instapt tegen een hoge waardering moet accepteren dat de eerste jaren kunnen tegenvallen. Zonder dat geduld verandert een geweldig bedrijf verrassend snel in een slechte investering.

De arme belegger bestudeert een geschiedenis. De rijke belegger heeft die geschiedenis zelf van dichtbij meegemaakt.

Perspectief 2: verkopen verplaatst het probleem, niet het risico

Waar de arme belegger beter niet kan kopen, kan de rijke belegger in theorie natuurlijk wel verkopen. Winst nemen, risico verlagen, kapitaal elders onderbrengen. Maar verkopen lost niets op zonder meteen een nieuw probleem te creëren. Cash is geen eindstation, maar een open vraag: wat nu?

Er moet vervolgens iets beters worden gevonden. Alleen blijkt dat 'betere' schaars. Kwaliteit is zelden goedkoop, en echt uitzonderlijke bedrijven zijn nog zeldzamer. De rijke belegger begrijpt daarom iets wat veel beleggers onderschatten: verkopen verlaagt het risico niet automatisch. Vaak verplaatst het risico zich alleen – van bewezen kwaliteit, naar iets onbekends dat begrepen moet worden.

En daarmee begint alles opnieuw. Nieuwe onzekerheden, nieuwe aannames, nieuwe fouten. Elke investering brengt het risico van vergissing en spijt mee. Bovendien duurt het vaak jaren voordat een nieuwe positie daadwerkelijk haar potentieel laat zien.

De rijke belegger bezit daarom niet alleen een aandeel; hij bezit opgebouwde kennis en ervaring, en verliest die zodra hij uitstapt. Dát maakt verkopen minder vanzelfsprekend dan het op het eerste gezicht lijkt. Verkopen is geen keuze tussen risico en veiligheid, maar vaak een ruil: bewezen kennis inwisselen voor hoge opportuniteitskosten.

Maar opgebouwde ervaringskennis heeft ook een schaduwzijde. Wie een bedrijf jarenlang bezit, kan de grens tussen overtuiging en gehechtheid uit het oog verliezen. Vertrouwdheid slaat dan ongemerkt om in zelfgenoegzaamheid. Op dat moment transformeert geduldig kapitaal in blind geld. Wat begon met een kritische blik, eindigt in het vasthouden aan een positie omdat die vertrouwd voelt.

Die spanning komt tot uiting in de vraag die een belegger zichzelf stelt.

Perspectief 3: de vraag van handelaar versus eigenaar

Het *endowment effect* is de neiging om iets dat je al bezit meer waarde toe te kennen dan wanneer je het niet bezit. Opvallend is dat beide beleggers daar totaal verschillend mee omgaan.

De arme belegger leerde ooit dat hij niet verliefd mag worden op zijn aandelen. Maar een goede les verandert in een slechte zodra je die te letterlijk neemt. Elke dag kijkt hij naar zijn portfolio en stelt hij zichzelf dezelfde vraag: 'Zou ik dit aandeel vandaag, tegen deze koers, opnieuw kopen?' Als het antwoord 'nee' is, overweegt hij te verkopen. Bij uitzonderlijke bedrijven kan dat op een later moment een grote fout blijken.

Sterker nog: dit is misschien wel dé gevaarlijkste vraag die een belegger zichzelf kan stellen. Ze voedt hoogtevrees, dwingt tot een voortdurende focus op waardering en verleidt tot voortijdig uitstappen – nog voordat het compoundeffect zijn werk heeft gedaan. Je verkoopt tijd, terwijl tijd in beleggen het enige is wat je nooit meer kunt terugkopen.

In werkelijkheid verdampen grote winsten zelden doordat een bedrijf plotseling verslechtert. Ze verdwijnen omdat beleggers het ongemak van een hoge waardering niet langer verdragen. Die vraag – zou ik vandaag opnieuw kopen? – doet alsof geschiedenis niet bestaat. Alsof jarenlange kennis van een bedrijf niets meer waard is. Alsof langzaam opgebouwd vertrouwen irrelevant wordt zodra de koers stijgt.

De rijke belegger begrijpt dat verliefdheid gevaarlijk kan zijn, maar ziet tegelijk dat langdurig bezit óók een zeldzaam voordeel oplevert. Om te voorkomen dat hij verblind raakt door een oplopende koers, blijft hij zich richten op de feiten. Hij stelt zich daarom een andere vraag: 'Is dit bedrijf vandaag nog even sterk als toen ik het kocht – en heeft het nog voldoende ruimte om verder te groeien?'

Dat is geen vraag van een handelaar. Dat is een vraag van een eigenaar. En vaak is het antwoord op beide punten gewoon 'ja', waardoor het aandeel langer in zijn portfolio blijft.

De arme belegger, die onderweg is naar het denken van een rijke belegger, ziet in het tweede deel van die vraag – is er nog ruimte om te groeien? – een valkuil. Opnieuw steekt de hoogtevrees de kop op. Hij kijkt naar het enorme marktaandeel, de miljardenomzet en de indrukwekkende winstgevendheid en vraagt zich af: 'Hoeveel groter kan dit nog worden?'

Al snel luidt zijn conclusie dat de rek eruit is. Maar groei heeft meer gezichten dan de meeste beleggers denken. Een bedrijf kan simpelweg meegroeien met de sector, of het opent ineens compleet nieuwe markten. Dan weer groeit de prijszettingsmacht, of blijken diensten die ooit gratis waren toch geld waard. Intussen verdwijnen tijdelijke pieken in R&D-uitgaven naar de achtergrond. En in gunstige gevallen rolt er jaar na jaar genoeg vrije kasstroom binnen om eigen aandelen in te kopen.

Achter al deze perspectieven schuilt dezelfde psychologische observatie. Naarmate een belegger langer aandeelhouder blijft, verandert niet alleen zijn ervaringskennis van een bedrijf. Naarmate het vertrouwen groeit, verandert ook zijn relatie tot het kapitaal dat hij bezit.

Wat hier speelt is geen verschil in inzicht, maar in het soort geld waarmee wordt gedacht.

Het mentale geheim: twee soorten geld

Volgens de economische theorie bestaat er geen wezenlijk verschil tussen iets niet kopen en iets verkopen. Geld is volledig uitwisselbaar: een euro is altijd een euro, ongeacht waar die vandaan komt of waarin die zit. Maar niemand ervaart geld op die manier. De rijke belegger ook niet.

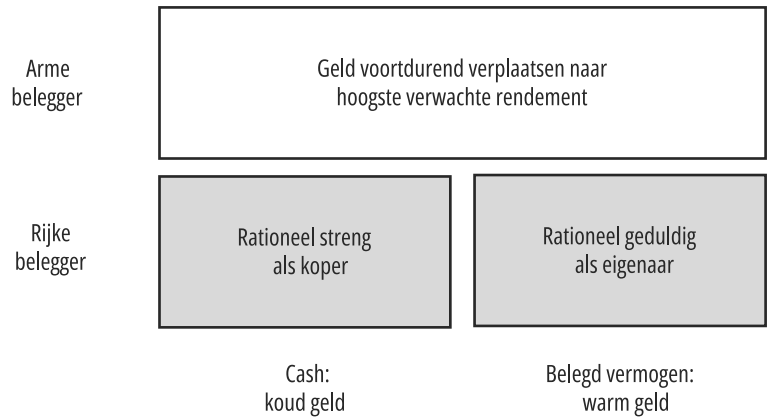
Hij is geen *homo economicus* die zijn kapitaal dagelijks heroverweegt alsof hij een spreadsheet optimaliseert. Hij is een mens met geheugen, ervaring en voorkeuren. En juist daarom behandelt hij niet al zijn geld hetzelfde.

Voor de rijke belegger voelt een euro in een bedrijf dat hij ooit goedkoop kocht en sindsdien jarenlang volgt, fundamenteel anders dan een euro in cash die nog niets te doen heeft.

Dat verschil is psychologisch, maar daarom niet minder reëel. Het lijkt alsof hij ongemerkt met twee soorten geld werkt: koud en warm geld. Dit is geen nieuwe theorie, maar een benaming van wat je in de drie perspectieven hebt gezien.

Koud geld is geld zonder geschiedenis. Het staat aan het begin van een besluit en vraagt om scepsis, analyse en terughoudendheid. Elke euro cash kan nog alle kanten op, dus moet eerst worden bewezen waar die thuishoort. Hier hoort een strenge, bijna wantrouwende rationaliteit bij, met een scherpe focus op waardering, risico's en opportuniteitskosten. Eén verkeerde beslissing kan jaren aan rendement uitwissen. Voor koud geld geldt: eerst overtuigen, dan toewijzen.

De rijke belegger werkt met koud en warm geld



Warm geld is iets anders. Dat is kapitaal dat al verbonden is aan een bedrijf dat hij jarenlang heeft gevolgd, door en door begrijpt en onder

uiteenlopende omstandigheden heeft zien presteren. De oorspronkelijke beleggingscase heeft zich al deels bewezen. Daardoor vertrouwt hij niet alleen het bedrijf meer dan vroeger, maar ook zijn eigen oordeel, dat hem ooit tot aandeelhouder maakte.

Hierbij hoort een andere vorm van rationaliteit: geduldig doorgronden in plaats van voortdurend heroverwegen. De aandacht verschuift van dagelijkse waardering naar de onderliggende kwaliteit van het bedrijf zelf. Warm geld is geen excuus om overwaardering te negeren. Wel is het een reden om niet te gemakkelijk afscheid te nemen van een positie die zich al heeft bewezen.

Het zijn geen irrationele keuzes, maar twee verschillende vormen van rationaliteit, passend bij twee verschillende soorten beslissingen:

- Voor koud geld ligt de lat om te *kopen* extreem hoog.
- Voor warm geld ligt de lat om te *verkopen* extreem hoog.

Dat verschil is essentieel. Een nieuwe positie vraagt om een andere strengheid dan een bestaande. Koud geld moet zich eerst bewijzen. Warm geld moet eerst ontmaskerd worden. Alleen als het bedrijf fundamenteel is verzwakt, of de waardering de kwaliteit volledig heeft ingehaald, wordt verkopen rationeel. Tot die tijd is voortijdig uitstappen vaak geen discipline, maar ongeduld.

De rijke belegger weet dat. Hij vertrouwt niet blind op bezit, maar ook niet blind op herbeoordeling. Hij begrijpt dat overtuiging die door tijd is getest, iets anders is dan enthousiasme van vandaag. En dat is waarom hij anders rationeel handelt: niet omdat geld verandert, maar omdat kennis dat doet.

Van buitenaf lijkt dat tegenstrijdig. Met één druk op de knop kan warm geld immers worden verkocht, waarna elke euro weer dezelfde eigenschappen krijgt als koud geld. Juist daarom vinden veel beleggers deze dunne scheidslijn lastig. Eén beslissing bepaalt welk speelboek je opent: dat van kopen of dat van houden en verkopen.

Vanuit de klassieke economie is dit onderscheid inderdaad moeilijk te verdedigen. Psychologisch is het van grote waarde. De kracht van warm geld zit niet in het bezit zelf, maar in wat zich in de tijd heeft opgebouwd: kennis, ervaring en vertrouwen. Niet alleen over het bedrijf, maar ook over je eigen reacties op onzekerheid, tegenslag en succes. Deze inzichten zijn niet beschikbaar voor iemand die vandaag wil instappen.

Zo ontstaat iets wat in geen jaarverslag terug te vinden is: psychologisch kapitaal.

Elke euro ongerealiseerde winst vormt een stille buffer.
Elke doorstane correctie vergroot de emotionele bandbreedte.
Elke maand als aandeelhouder verdiept de vertrouwdheid.

Wat ooit begint met een analyse en een eerste investering, groeit langzaam uit tot een relatie. Geen blinde loyaliteit, maar een kalm respect dat ontstaat wanneer je lang genoeg kijkt om kwaliteit te herkennen en zeldzaamheid te waarderen.

Reflectie

De belangrijkste les is moeilijk te aanvaarden: je kunt iemands portfolio kopiëren, maar nooit diens verleden. Wat voor de ene belegger een nieuwe beslissing is, kan voor de andere een voortzetting zijn van een verhaal dat al jaren loopt. Daardoor is rationaliteit niet universeel: dezelfde euro kan anders voelen, afhankelijk van de context waarin die wordt ingezet.

De kern van dit hoofdstuk is dat beleggen met nieuw kapitaal andere afwegingen vraagt dan beleggen met kapitaal dat al een verleden heeft. Wie dat verschil begrijpt, voorkomt zowel te snelle aankopen als te vroege verkopen.

Dat is wat koud en warm geld zichtbaar maakt. Het is het raakpunt van drie kernprincipes van waardebeleggen die niet los van elkaar kunnen

worden gezien: beleggen in wat je begrijpt, goedkoop kopen én je gedragen als businesseigenaar.

In de volgende twee hoofdstukken zoomen we uit van het individuele aandeel naar de prestaties van de beursindex en de kracht van portfoliomanagement. Beide hebben een gemeenschappelijk doel: het systematisch verslaan van de markt.