

Scriptie

Behavioural Finance

De motivatiepsychologie van de belegger

Stagebegeleider: Carine Allaer

Stage-instelling: DVV Peter Lamberts VOF

Stagementor: Peter Lamberts

Scriptiebegeleider: Henk Damme

Student: Dorien Robberechts

Opleiding: Bedrijfsmanagement

Afstudeerrichting: Fin.-Verz.

Academiejaar 2009-2010

Woord Vooraf

Het schrijven van een scriptie is een hele uitdaging, daarom zou ik graag enkele mensen bedanken die hebben bijgedragen tot het eindresultaat.

Als eerste wil ik mijn dank betuigen aan mijn stagementor Dhr. Peter Lamberts en het kantoor waar ik stage liep. Zij gaven mij de kans om ervaring op te doen, mijn kennis uit te breiden en zorgden steeds voor een goede begeleiding.

Vervolgens wil ik mijn stagebegeleider Mevr. Carine Allaer bedanken voor al de tijd en energie die zij gedurende de stage besteed heeft om mij goed te begeleiden. Ze stond altijd open voor vragen.

Ook wil ik Dhr. Henk Damme bedanken voor de nodige opvolging. Hij nam zijn rol als scriptiebegeleider ernstig en bood op zeer korte termijn antwoord op mijn vragen. Verder verdient ook Dhr. Jan Van Doorslaer een dankwoord voor de theoretische opvolging, goede adviezen en suggesties voor mijn eindwerk.

Daarnaast betuig ik ook mijn dank aan alle lectoren die gedurende de afgelopen drie jaar steeds het beste van zichzelf gaven om hun kennis en ervaring over te dragen.

Ten slotte lijkt me dit een geschikt moment om mijn ouders te bedanken voor de mogelijkheid die ze me geboden hebben om deze opleiding te volgen.

Inhoudsopgave

Behavioural Finance	1
1 Wat is behavioural finance?	1
1.1 Definitie.....	1
1.2 Waarom psychologie?	2
1.3 Kahneman en Tversky	3
2 Traditionele theorie vs behavioural finance	8
2.1 Traditionele theorie	8
2.2 Behavioural finance	10
2.3 Verschilpunten.....	11
3 Fouten van de behavioural belegger	13
3.1 Zelfoverschatting / overmoed	13
3.2 Kuddegedrag	14
3.3 Onder- en overreactie	15
3.4 Verliesaversie	17
3.5 Neem winst én verliezen..	19
3.6 De behavioural belegger diversificeert te weinig	22
3.7 Goede aandelen zijn niet noodzakelijk van goede bedrijven	23
3.8 Het onvermogen om negatieve informatie te gebruiken	23
3.9 Beperk het aantal transacties	24
3.10 Persistentie van de belegger	25
3.11 Illusie van controle	26
3.12 Narrow framing	26
4 Emoties van de belegger	28
4.1 Beslissen onder druk van emoties	29
4.2 De basisemoties	29
4.3 De secundaire emoties.....	31

5	<i>Hoe dan wel beleggen?</i>	34
5.1	Volg de insiders	34
5.2	Technische analyse	35
5.3	Whisper numbers	37
6	<i>Bezwaren tegen behavioural finance</i>	38
	Besluit	39
	Woordenlijst	41
	Bibliografie	42

Inleiding

Wanneer we een onderwerp voor onze scriptie moesten kiezen had ik enkele mogelijkheden in gedachten, maar uiteindelijk opteerde ik toch voor 'behavioural finance'. Dit onderwerp kwam reeds uitgebreid aan bod in de lessen 'Toepassingen portefeuillebeheer' van Dhr. Jan Van Doorslaer, en sprak me toen al enorm aan. Daarom was het een evidente keuze om me hierop verder toe te leggen.

Behavioural finance lijkt me een belangrijk en actueel begrip, maar wat me vooral interesseert is de psyche van de belegger, namelijk waarom hij koopt of verkoopt in bepaalde situaties. Aanhangers van efficiënte markten worden nog dagelijks geconfronteerd met abnormaalheden in de markten. Aandelen die plots enorm stijgen of dalen zonder dat er informatie werd weergegeven, onervaren beleggers die enkel de verhandelde hoeveelheid volgen, ...

In het eerste deel wordt toegelicht wat behavioural finance juist is en waarom het zo belangrijk is om enige kennis van psychologie te hebben. Ook de voortrekkers, Kahneman en Tversky, worden samen met hun belangrijkste theorieën (prospect theory, 'heuristics & biases' programma) toegelicht.

Vervolgens wordt er een vergelijking gemaakt van de traditionele theorie ten opzichte van behavioural finance. In de traditionele theorie worden ook de twee grote pijlers, namelijk de portfoliotheorie en de efficiënte markthypothese, kort toegelicht. In de behavioural finance komen vooral de oorzaken van het ontstaan aan bod. Nadien worden de verschilpunten tussen beide theorieën aangekaart.

In een derde deel worden de verschillende fouten (valkuilen) die door de behavioural belegger worden gemaakt aangehaald en wordt het duidelijk dat beleggers zich niet altijd even rationeel gedragen. Enkele valkuilen die worden toegelicht zijn; kuddegedrag, overmoed, verliesaversie, ... Ik heb getracht deze valkuilen zo verstaanbaar mogelijk te maken.

Een emotie is het innerlijke gevoel op een bepaalde negatieve of positieve gebeurtenis, maar het kan ook omschreven worden als een reactie van onze hersenen op deze gebeurtenis. Omdat de behavioural finance stelt dat mensen niet altijd rationeel handelen, spelen emoties dus een belangrijke rol. Daarom worden de verschillende emoties besproken in het vierde

deel. Eerst worden de vier basisemoties (woede, verdriet, vreugde en angst) toegelicht, waarna de secundaire emoties (verrassing, spijt, schaamte en hebzucht) aan bod komen.

Daarna worden enkele manieren besproken waarmee wel een goed resultaat behaald kan worden. De insiders volgen, technische analyses uitvoeren en gebruik maken van whisper numbers,.. blijken allemaal goede leidraden te zijn, maar geen enkele techniek biedt natuurlijk 100% zekerheid op winst.

Natuurlijk gaat niet iedereen akkoord met de bevindingen van de behavioural finance. Fama bleek in 1998 al enkele bezwaren op deze theorie te hebben. Deze bezwaren en tegenwerpingen komen aan bod in het zesde deel.

Als laatste een besluit waarin de algemene bevindingen omtrent behavioural finance werden genoteerd.

Behavioural Finance

1 Wat is behavioural finance?

1.1 Definitie

*“Behavioural finance is the study of the influence of psychology on the behavior of financial practitioners and the subsequent effect on markets. Behavioural finance is of interest because it helps explain why and how markets might be inefficient.”*¹

*“Behavioural finance is een nieuwe stroming binnen de portefeuilletheorie, waarbij inzichten uit psychologisch onderzoek gebruikt worden om het gedrag van de belegger te verklaren.”*²

Beleggers redeneren niet altijd op een logische manier, waardoor beurskoersen niet altijd reageren zoals men verwacht. Financiële markten worden niet alleen gestuurd door rationele overwegingen, maar ook psychologische factoren kunnen een rol spelen. Deze psychologische, niet-rationele factoren vormen het onderzoeksdomein van behavioural finance. Ook sociologische factoren zijn van belang. Hier spreekt men dan over de prikkels die een belegger krijgt uit zijn naaste omgeving.

Het irrationele gedrag waarover behavioural finance het heeft, is geen synoniem met een gebrek aan competentie of met domheid. Het gaat hier om emoties waaraan beleggers, hoe competent ze ook zijn, zich moeilijk weten te onttrekken.

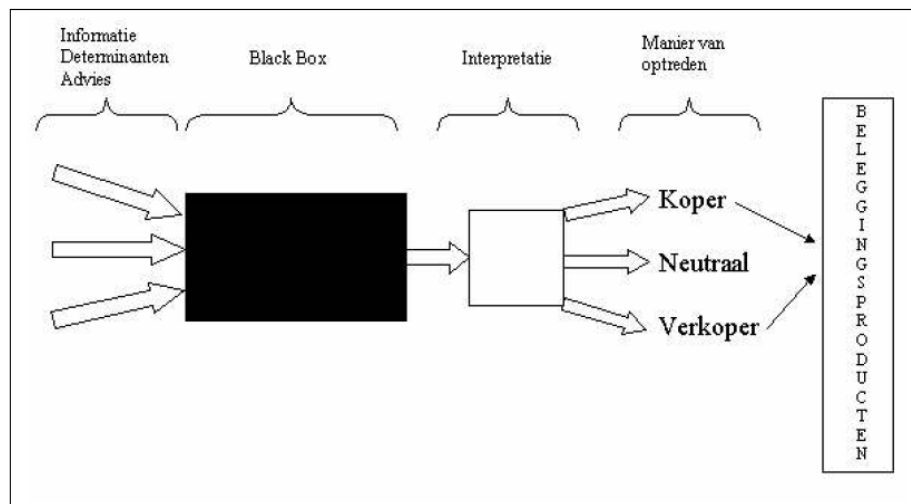
¹ SEWELL, M., ‘Behavioral finance’ (2008)

² DEBELS, T., ‘Emotionele intelligentie op de beurs’ (2003)

1.2 Waarom psychologie? ³

Mensen en dus ook beleggers, nemen beslissingen niet uitsluitend uit rationele overwegingen. De mens is een denkend, maar ook een voelend wezen. Het zijn dus geen automaten die zonder emotie handelen. Kennis van psychologie kan van groot belang zijn, om begrip te krijgen voor de drijfveren van het eigen handelen.

Vooraleer stil te staan bij de psychologische aspecten die de beurskoersen mee bepalen, wordt er dieper ingegaan op de basis, namelijk de psychologie. Hierbij dient men te denken aan al hetgeen zich afspeelt in de hersenen van de belegger. Hieronder wordt het algemeen basisverloop weergegeven.



Vandaag de dag zijn er een enorm aantal mogelijkheden om informatie op te doen betreffende de beurs, effecten... Hierbij kunnen we denken aan het internet, gespecialiseerde kranten... Deze informatie wordt gebundeld en verwerkt in de 'Black Box', namelijk de hersenen van de belegger.

In de 'Black Box' wordt de informatie geanalyseerd op basis van persoonlijke prioriteiten en denkwijze. Het gedeelte van de informatie dat na de analyse overblijft, zal geïnterpreteerd worden door de belegger. Hierna zal de belegger zijn keuze kenbaar maken. Vermits elke persoon anders denkt, zullen er steeds andere interpretaties gevormd worden. Het is dus niet mogelijk hieromtrent een formule op te stellen.

³ VFB, 'Behavioural Finance: De psyche van de belegger' (2008)

Elke belegger zal anders optreden, afhankelijk van zijn/haar interpretatie. Wanneer men van mening dat er zich een positieve evolutie zal voordoen, zal men zich als koper engageren. Omgekeerd zal men als verkoper de markt betreden. Een laatste mogelijkheid is dat men zijn positie behoudt en zodoende niet koopt of verkoopt.

Om inzicht te krijgen in onze emoties is het belangrijk te weten dat iedereen lijdt onder wat psychologen 'heuristiek' en 'bias' noemen. Een heuristiek is een soort vuistregel; het verschaft algemene richtlijnen over mogelijke oplossingen. Hierdoor kan veel tijd en moeite bespaard worden, ook al leveren deze niet altijd het beste antwoord in een bepaalde situatie. In de beleggerswereld worden heuristieken gebruikt om de overvloed aan informatie te kunnen verwerken. Meestal werken deze vuistregels goed, maar soms slagen ze erin om het rationele beslissingsproces in de war te brengen. Heuristiek kan er dus toe leiden dat een belegger een bevooroordeeld besluit neemt. De meeste heuristieken ontstaan uit ervaringen en worden onbewust toegepast. Een bias daarentegen is een type van fout waarvoor mensen vatbaar zijn. Het is een soort van valkuil.

Zoals eerder vermeld, kan men de psyche van de belegger niet in een bepaalde formule onderbrengen. Maar toch is het mogelijk om een inzicht te krijgen in de psyche van de belegger, onder andere aan de hand van behavioural finance.

1.3 Kahneman en Tversky ⁴

1.3.1 Wie? ⁵

Daniel Kahneman en Amos Tversky zijn twee Israëlische psychologen die samen belangrijke stappen hebben gezet op het gebied van de economie en de psychologie. Amos Tversky overleed jammer genoeg op 2 juni 1996.

Tversky en Kahneman onderzochten hoe mensen in situaties van onzekerheid oordelen en beslissen. Met dergelijke situaties komen mensen dagelijks in aanraking en meestal is er onvoldoende informatie beschikbaar om een goede beslissing te nemen. Aan deze gebeurtenissen worden slechts een bepaalde graad van waarschijnlijkheid toegekend.

⁴ DEBELS, T., 'Behavioral finance: De motivatiepsychologie van de belegger' (2006)

⁵ <http://www.skepsis.nl> op 5 mei 2010

Beide psychologen kwamen tot de constatacie dat mensen bij dit soort problemen niet de regels van de logica en de waarschijnlijkheidsleer toepassen, maar wel vuistregels of strategieën die het mogelijk maken om op een eenvoudige en snelle manier tot een efficiënte oplossing te komen. Deze vuistregels worden 'heuristieken' genoemd. Deze zijn soms efficiënt, maar kunnen vaak tot fouten leiden, omdat ze niet op de juiste manier of niet bij het juiste soort probleem worden toegepast.

1.3.2 Prospect theory

De prospect theory (1979) is een steunpilaar binnen de behavioural finance. Deze theorie handelt over de inschatting van kansen en risico's en stelt dat mensen zich niet altijd even rationeel gedragen. Om deze theorie te staven werd een experiment gedaan waar de proefpersonen een aantal keuzeproblemen moesten oplossen. Hieruit konden Kahneman en Tversky een aantal conclusies trekken. In een situatie met kans op winst opteerde men voor zekerheid, maar in een situatie met kans op verlies koos men voor risico. De mens zal dus eerder de vooruitzichten of mogelijke uitkomsten evalueren dan de uiteindelijke financiële staat waarin men zich zal bevinden.

Deze theorie wordt vooral bij simpele problemen met weinig uitkomsten toegepast, wat betekent dat voor complexe problemen (met veel meer uitkomsten) nog aanpassingen en aanvullingen nodig zijn. Men kan concluderen dat kleine kansen vaak te groot worden ingeschat.

Voorbeeld prospect theory

Wanneer een elektrische toestel bvb. een stereoketen wordt aangekocht, vraagt men vaak om een extra verzekering (vervangingstoestel, gratis herstelling,...) af te sluiten voor vijf jaar. Echter, de kans dat die stereoketen binnen de vijf jaar stuk gaat is heel klein en indien dit toch gebeurt is het geen ramp. Deze dure extra verzekering is dus niet voordelig is, maar omdat mensen kleine kansen veel te hoog inschatten, wordt er vaak toch een te dure verzekering afgesloten.

1.3.3 'Heuristics & biases' programma

De cognitieve psychologie is de richting binnen de psychologie die de grootste invloed uitoefent op de financiële economie en meer bepaald het 'heuristics & biases' programma van Kahneman en Tversky. De bedoeling van deze twee psychologen was een onderzoeksprogramma opzetten waarvan de resultaten makkelijk geïntegreerd kunnen worden in de economie. Behavioural finance was het resultaat.

Mensen hebben slechts beperkte informatie-verwerkende mogelijkheden, waardoor ze moeten werken met vereenvoudigde modellen. Heuristieken zijn een kortere weg om efficiënte beslissingen kunnen genereren. Het 'satisficing' gedrag, dat inhoudt dat men de eerste optie neemt die voldoet aan de vooropgestelde minimale standaard, is een voorbeeld van een heuristiek.

Het 'heuristics & biases' programma heeft twee belangrijke inzichten opgeleverd over hoe mensen beslissingen onder onzekerheid nemen. Enerzijds een lijst met systematische fouten die mensen maken (biases) en anderzijds de verklaringen voor deze fouten via cognitieve heuristieken.

Er zijn 3 heuristieken, namelijk; de representativiteit, de beschikbaarheid en anchoring & adjustment. Representativiteit houdt in dat men gaat redeneren aan de hand van typische voorbeelden, ook wel prototypes of stereotypes genoemd. Men zal een object pas in een bepaalde categorie onderbrengen wanneer er een gelijkenis is (dus representatief is) met een typisch object uit diezelfde categorie. Wanneer we bijvoorbeeld aan een hond denken, denken we niet aan een chihuahua, maar aan een labrador, herdershond of een ander ras dat er meer 'hondachtig' uitziet.

Met de heuristiek van representativiteit is niets verkeerd, zolang er rekening wordt gehouden met andere relevante informatie. Daar gaat het mis, want mensen blijken niet of onvoldoende rekening te houden met de statistische verdeling van een eigenschap binnen een populatie. Dit werd geïllustreerd door Tversky en Kahneman aan de hand van onderstaand vraagstukje:

'Ik heb een vriend die professor is. Hij houdt van het schrijven van gedichten, is nogal verlegen en is klein van gestalte. Op welk terrein is hij werkzaam: Chinese literatuur of psychologie?'

De meerderheid antwoordt hier 'Chinese literatuur', omdat ze veronderstellen dat het schrijven van poëzie eerder een typisch kenmerk is voor een professor literatuur dan voor een professor psychologie. Deze redenering is niet fout, maar wel onvolledig want er moet ook aandacht geschonken worden aan de statistische verhouding binnen de populatie, met name het relatieve aantal professoren in beide disciplines.

Aangezien er veel meer professoren werkzaam zijn in de psychologie dan in de Chinese literatuur (en wellicht ook sommige professoren psychologie poëzie schrijven) is het waarschijnlijker dat het hier om een hoogleraar psychologie gaat.⁶

Ook bij beleggers is de representativiteit een vaak voorkomende heuristiek. Sommige beleggers denken immers alles te weten omtrent een bedrijf omdat ze in het verleden hiermee al positieve ervaringen kenden.

Een andere heuristiek waar we ons door laten leiden is de beschikbaarheid van informatie in het geheugen. Deze heuristiek komt erop neer dat hoe makkelijker we een voorbeeld van die gebeurtenis voor de geest kunnen halen, hoe waarschijnlijker we deze gebeurtenis achten. Dit is tot op zekere hoogte een goede strategie, want hoe frequenter iets voorvalt, hoe beter je deze gebeurtenis gaat herinneren. Herinneringen hangen ook van andere factoren af en door hun invloeden wordt de heuristiek van beschikbaarheid hoogst onbetrouwbaar.

Het verschil tussen de heuristiek van representativiteit en de heuristiek van beschikbaarheid is dat men bij de representativiteit beslissingen gaat nemen aan de hand van prototypes. Bij de heuristiek van beschikbaarheid gaat men rekening houden met de relatieve frequentie van een gebeurtenis.

Met anchoring bedoelt men dat mensen vaak schattingen maken door te starten van een oorspronkelijke basiswaarde, namelijk het anker. Deze basiswaarde wordt aangepast om tot het uiteindelijke resultaat te komen. Wanneer de basiswaarde foutief of onvolledig blijkt te zijn, zal deze ook tot een fout resultaat leiden.

⁶ <http://www.skepsis.nl> op 5 mei 2010

Adjustment is de aanpassing aan de basiswaarde die meestal onvoldoende blijkt te zijn. De schatting wordt dus vertekend in functie van de initiële waarde. Anchoring leidt vaak tot fouten door het gebruik van irrelevante ankers. Men laat het resultaat afhangen van een waarneming die er eigenlijk niets mee te maken heeft.

Voorbeeld anchoring & adjustment⁷

Aan twee groepen proefpersonen wordt gevraagd het aantal Afrikaanse landen te schatten dat zetelt in de Verenigde Naties. In aanwezigheid van de twee groepen werd een getal tussen 0 en 100 via een rad van fortuin, dus op een heel toevallige wijze, aangeduid. Daarna mochten ze hun antwoord geven. Het antwoord van groep 1, dat als toevallig getal 10 kreeg, was 25. Het antwoord van groep 2, dat als toevallig getal 65 kreeg, was 45.

Ankers zijn belangrijk omdat particuliere beleggers ze gebruiken bij hun aan- en verkoopbeslissingen van aandelen. Zo wordt de aankoopprijs vaak gebruikt als anker (referentiepunt) bij de beslissing om een aandeel al dan niet te verkopen. Beleggers houden aandelen met verlies te lang bij (zie 3.5.), dit kan deels verklaart worden dat ze te lang vasthouden aan het vooropgestelde anker (de aankoopkoers).

⁷ DEBELS, T., 'Emotionele intelligentie op de beurs' (2003)

2 Traditionele theorie vs behavioural finance⁸

2.1 Traditionele theorie

De traditionele theorie, alias 'modern finance', is ontstaan in de jaren '50. Deze stroming is gebaseerd op het principe van de 'homo economicus'. De mens, en dus ook een belegger, zou een economisch denkend wezen zijn, waarvan het gedrag volledig rationeel en efficiënt is. Beleggingsbeslissingen zouden dus gebaseerd moeten zijn op alle beschikbare informatie, maar mensen maken echter zelden allesomvattende analyses. Zij zijn kortzichtig en redeneren doorgaans in enge denkkaders. Dit kan worden aangetoond met de geldillusie. Mensen denken dat ze rijker geworden zijn na een loonsverhoging, terwijl ze er in realiteit niet op vooruitgegaan zijn. Dit omdat het algemene prijspeil evenveel of zelfs meer gestegen is (inflatie). Ook bij beleggers speelt de geldillusie. Zij halen de nominale en reële rendementen door elkaar. Nochtans zou een belegger enkel rekening mogen houden met het reële rendement (nominale rendement - inflatie) en dus niet met het nominale rendement zoals veel beleggers doen. Het is dus meer een psychologisch verschijnsel dan een economisch verschijnsel.

Voorbeeld geldillusie

Een nominale loonsverhoging van 4 % levert bij een inflatie van 0 % precies evenveel koopkracht op als een nominale loonopslag van 8 % bij een inflatie van 4 %. Het verband met de inflatie wordt vaak echter moeizaam doorzien, zodat meestal de hogere opslag wordt gekozen, ook al zijn beide identiek in reële termen.

Volgens de traditionele theorie zou de belegger een informatieverwerkend systeem zijn die een rationele beslissing neemt op basis van een ontvangen boodschap. De beleggingsbeslissingen zouden dus het resultaat moeten zijn van een optimaal besluitvormingsproces. Helaas strookt dit beeld niet helemaal met de werkelijkheid, want in de werkelijkheid hebben mensen tegenstrijdige verlangens en behoeften. Hier spreken psychologen van het 'multiple selves probleem'.

⁸ KBC, 'Behavioural Finance: Rede versus emotie op de financiële markten' (2002)

Ook wordt de belegger voorgesteld als een geïsoleerde rekenaar. De portefeuille van deze belegger zou worden samengesteld op basis van het risico en het daarmee samenhangende verwachte rendement, met emoties wordt dus geen rekening gehouden. Het model van een geïsoleerde belegger blijkt volgens Denis Hilton (1995) enkel realistisch te zijn in een ‘stabiele’ beurs. De koersen hoeven hiervoor niet te stagneren, wel moet er een langdurig patroon in het koersverloop terug te vinden zijn. Op een stabiele markt voelt de belegger zich zelfzeker, in tegenstelling tot op een labiele markt, waar de belegger veel minder zeker is van zichzelf en meer rekening gaat houden met de mening van anderen.

Er blijken twee grote pijlers te zijn voor modern finance, namelijk de portfoliotheorie van Harry Markowitz (1952), waar later het ‘capital asset pricing model’ (CAPM) uit voortvloeide en de efficiënte markthypothese (EMH) van Eugene Fama (1970).⁹

De portfoliotheorie van Markowitz vestigde de aandacht op de wijze hoe een belegger, door middel van diversificatie, het risico eigen aan zijn beleggingsportefeuille kan reduceren. Ook wordt getracht het risico te minimaliseren bij een bepaalde rendementsverwachting en anderzijds het rendement te maximaliseren bij een gegeven risicoverwachting. Later werd deze theorie uitgebreid en vereenvoudigd naar het CAPM. Dit model beschrijft de relatie tussen de verwachte return van een aandeel en het risico verbonden aan dat aandeel.

De efficiënte markttheorie daarentegen stelt dat beleggers rationele beslissingen nemen en dat in de prijs van effecten, zoals aandelen, alle publieke informatie en toekomstverwachtingen verwerkt zitten. Het heeft dus geen zin om op basis van vrijgekomen informatie te handelen, omdat deze informatie al direct verwerkt werd, zodat de meeste beleggers sowieso te laat zijn.

De traditionele theorie domineerde tot de jaren 1980.

⁹ <https://www.kbcam.be> op 10 mei 2010

2.2 Behavioural finance¹⁰

In het midden van de jaren '80 ontstond de stroming behavioural finance (ook wel de 'new finance' genoemd). De behavioural finance is een vakgebied binnen de financiële economie dat inzichten uit de psychologie en de sociologie toepast om het gedrag van beleggers te analyseren. Ook gaat men de anomalieën op de financiële markten blootleggen.

Er zijn verschillende redenen die de opkomst van de behavioural finance kunnen verklaren. De behavioural finance hangt nauw samen met anomalieën op financiële markten. De omvangrijke literatuur dat hierover al gepubliceerd was, kan leiden tot het ontstaan van de behavioural finance. Ook de opmars van de zogenaamde 'duale modellen' kan van belang zijn geweest. In deze duale modellen worden naast de rationele beleggers (information traders) ook minder rationele beleggers (behavioural of noise traders) opgenomen. Een derde mogelijke verklaring is de vaststelling dat er toen zeer weinig geweten was over de portefeuillebeslissingen van particulieren. Een laatste mogelijke verklaring is dat de traditionele theorie ernstige beperkingen heeft, waardoor sommige economen doelbewust op zoek gingen naar alternatieven buiten het kader van deze theorie.

Toch betekent de opkomst van de behavioural finance niet dat de inzichten van de traditionele theorie aan de kant moeten worden gezet. Deze theorie heeft immers een belangrijke bijdrage geleverd aan het inzicht in het economisch gedrag.

Binnen de behavioural finance kan men twee varianten terugvinden, namelijk de rationele en de psychologische benadering. De rationele benadering richt zich op het verklaren en het voorspellen van het gedrag van beleggers vanuit het concept van rationele maximalisatie van het verwachte nut. Dit concept veronderstelt dat het individu het verwachte nut van de uitkomsten vergelijkt en op grond daarvan tot een juist besluit komt. Men gaat er van uit dat de interpretatie van de informatie gebeurde op een objectieve, rationele manier. Naast de rationele benadering heeft men ook de psychologische benadering die twijfels heeft over de geldigheid van deze uitgangspunten.

¹⁰ DEBELS, T., 'Behavioral finance: De motivatiepsychologie van de belegger' (2006)

2.3 Verschilpunten

Eens wetenschappers en economici anomalieën op financiële markten met succes ontdekten en (deels) konden verklaren, werd genuanceerder omgesprongen met de waarde van de traditionele theorie.

Als men spreekt over anomalieën blijken er drie hoofdspelers te zijn, namelijk merkwaardige seizoenspatronen, een hoog rendement met ‘contraire’ beleggingsstrategieën op middellange termijn en momentumstrategieën op korte termijn.

Wanneer men over seizoenspatronen spreekt, kan men verwijzen naar het gezegde zoals ‘sell in may and go away, but remember to be back in september’. Omtrent dit seizoenpatroon is er al veel onderzoek gebeurt, een reden voor dit patroon zou het zogenaamde ‘vakantie-effect’ kunnen zijn. Mensen gaan in de zomer op reis, en houden er niet van om hun beleggingsportefeuille zonder controle achter te laten, daarom verkopen ze. Nadien (rond september) kopen ze terug aan. Ook zou beleggen in aandelen systematisch in januari een hoger rendement opleveren dan in andere maanden van het jaar, maar ook hier kan geen fundamentele verklaring worden gevonden.

Op middellange termijn zou er dan weer een abnormaal hoog rendement kunnen worden behaald met ‘contraire’ beleggingsstrategieën, d.w.z. dat men aandelen aankoopt die de voorbije jaren slecht presteerden.

Momentumstrategieën blijken te werken op korte termijn (3 maand tot 1 jaar). Hier wordt belegd in aandelen die al enige tijd een stijgende trend vertonen. Men verwacht dat de stijgende trend aanhoudt. Recentelijk gedaalde aandelen zal men verkopen.

Deze anomalieën tonen aan dat financiële markten zich niet altijd rationeel gedragen, wat door de traditionele theorie beweert wordt. De traditionele theorie beweert dat beleggers hun beslissingen consequent nemen, rekeninghoudend met alle op dat moment beschikbare informatie. De informatie zal niet altijd volledig of correct zijn, maar de verwerking en de conclusies van de rationele belegger, moeten dit wel zijn. Er wordt dus niet beweerd dat beleggers zich nooit vergissen, maar wel dat zij bij hun beslissingen consequent rekening houden met alle op dat moment beschikbare informatie.

Ook wordt rationaliteit gekenmerkt door een zekere hiërarchie. Zo zal een rationele belegger die een BMW boven een Volkswagen en een Volkswagen boven een Lada verkiest, geeft normaal ook de voorkeur aan een BMW boven een Lada.

Ook de manier waarop de koers van een aandeel tot stand komt is verschillend. In de traditionele theorie zal de koers van het aandeel gelijk zijn aan de boekwaarde van het aandeel en men zal via verschillende analyses tot perfecte conclusies komen over de toekomstige aandelenkoersen. In de behavioural finance wordt er rekening mee gehouden dat de koers van een aandeel ook beïnvloed wordt door emoties, geruchten,... en dat de toekomstige prestaties van een aandeel meestal worden overschat.

Men kan dus concluderen dat behavioural finance beschrijft hoe mensen in de reële wereld een portefeuille samenstellen. Dit in tegenstelling tot de portfoliotheorie van Markovitz, die beschrijft hoe een portefeuille er in een rationele wereld uitziet.

3 Fouten van de behavioural belegger

3.1 Zelfoverschatting / overmoed ¹¹

De meeste mensen blijken de neiging te hebben om zichzelf te overschatten. Doorgaans vindt de meerderheid zich beter dan het gemiddelde. Dit wordt het 'better-than-average effect' genoemd en is vele jaren geleden door John Cannell (1987) onderzocht. Een voorbeeld is terug te vinden in ons rijgedrag. De meerderheid van de chauffeurs vindt zichzelf een betere chauffeur dan het gemiddelde, ook wanneer dit niet zo blijkt te zijn. Het 'better-than-average effect' geldt eveneens voor beleggers. Wanneer men teveel vertrouwen heeft in het eigen kunnen, worden er vaak (teveel) aan- en verkooptransacties uitgevoerd. Dit leidt tot vele transacties en dus hoge transactiekosten. ¹²

Overmoed zorgt er ook voor dat beleggers informatie die niet overeenstemt met hun mening, vaak te lang naast zich neerleggen. Er wordt dus vaak onvoldoende aandacht besteed aan nieuwe informatie, wat nadien meestal zorgt voor onaangename verrassingen.

Beleggers menen ook dikwijls te beschikken over informatie die andere beleggers niet hebben, wat eveneens leidt tot vele transacties en dus ook hoge transactiekosten. Ook psychologen stellen vast dat de meeste mensen overtuigd zijn van hun superieure kennis of vaardigheid. Opmerkelijk is dat het zelfvertrouwen stijgt naarmate de opdracht moeilijker wordt. Ook bij het voorspellen van het toekomstige verloop van de beurskoersen blijken de meeste beleggers een grenzeloos vertrouwen te hebben in hun eigen kunnen. Het gevolg van deze 'hybris' is dat beleggers het liefst zelf hun aandelen uitkiezen.

Men kan besluiten dat het realistisch inschatten van kansen zeer belangrijk is. Bescheidenheid in voorspellingen en met slechts een beperkte winst verkopen, is een gouden raad die maar al te vaak wordt genegeerd. Waarom mensen zichzelf te optimistisch inschatten, zowel in het dagelijkse leven als op de beurs, blijft een raadsel.

¹¹ DEBELS, T., 'Emotionele intelligentie op de beurs' (2003)

¹² Psychologie en beleggen, www.psychologieenbeleggen.nl op 17 april 2010

3.2 Kuddegedrag¹³

In de dierenwereld zijn er verschillende goede redenen om te leven in een kudde. Kuddegedrag leverde dus belangrijke voordelen op, zoals veiligheid, bescherming... . Leven in een kudde zorgde voor grotere overlevingskansen en was dus van levensbelang.

Ook de mens is een sociaal wezen en laat zich dus beïnvloeden door anderen. Mensen hebben de neiging om het gedrag van anderen (blindelings) te imiteren. Er wordt zelfs gesteld dat mensen die een vrije keuze hebben, opteren voor imitatie van anderen.

Een belegger vertoont eveneens kuddegedrag, dit doordat hij zeer gevoelig is voor interpersoonlijke communicatie. Wanneer een beleggingskeuze verkeerd uitdraait, dan is het volgen van de groep niet alleen een goed excuus, maar de groep zorgt er wellicht voor dat de schade beperkt blijft. Een verlies komt psychologisch nog harder aan wanneer een belegger het gevoel heeft er zelf verantwoordelijk voor te zijn. Vele beleggers willen dus spijt achteraf vermijden, wat aanzet tot conventioneel gedrag. Men gaat zich zonder al te veel controle/kritiek aansluiten bij een groep, wat kan ontaarden in kuddegedrag. Wanneer de kudde achteraf een slechte beslissing blijkt te hebben genomen, gaat het om een collectieve beslissing. Het individu moet de fout dus niet op zich nemen.

Kuddegedrag kan echter ook negatief zijn; het kan immers leiden tot een hype of een crash. Een hype zal zich voordoen wanneer een grote groep beleggers een of meer aandelen gaat verkopen. Maar kuddegedrag kan ook lonen; het kan bijzonder winstgevend zijn om mee te gaan met een hype, alleen moet er dan wel op tijd verkocht worden.

Voorspellingen van aandelenanalisten liggen dicht bij elkaar, waardoor er soms gesproken wordt van kuddegedrag bij analisten. Dit is vreemd want analisten zijn tenslotte professionals. Het blijkt dat analisten geen angst hebben om een fout te maken, maar echter wel om slecht te scoren bij collega-analisten. Ze hebben dus nood aan bevestiging van collega-analisten.

Kuddegedrag komt vooral voor wanneer er een forse beweging (overreactie) van een aandeel verwacht wordt. Bij deze overreactie worden er nog heftigere koersschommelingen

¹³ - Psychologie en beleggen, www.psychologieenbeleggen.nl op 17 april 2010
- DEBELS, T., 'Emotionele intelligentie op de beurs' (2003)
- KBC, 'Behavioural Finance: Rede versus emotie op de financiële markten' (2002)

opgemerkt. Wanneer mensen die over veel aandelen bezitten een actie ondernemen, zal dit snel leiden tot een sneeuwbal effect. Kleine beleggers komen dit te weten en zijn geneigd om de grote te volgen. De oorzaak is hier terug te vinden in het feit dat kleine beleggers denken dat grote en institutionele beleggers meer weten dan zichzelf. Er wordt gehandeld zoals ‘de meeste mensen’, wat kuddegedrag teweeg brengt.

Kuddegedrag kan dus verregaande gevolgen hebben.

3.3 Onder- en overreactie ¹⁴

Behavioural beleggers hechten te veel belang aan nieuwe informatie en relativeren deze dus niet voldoende ten opzichte van de oude en reeds gekende informatie. Men kan stellen dat er zich op korte termijn een onderreactie voordoet. De beleggers reageren dus traag op deze nieuwe informatie. Dit in tegenstelling tot op lange termijn, wanneer de beleggers heftig reageren. Hier is er dus sprake van overreactie.

Prast verduidelijkt de beide begrippen als volgt: “Een onderreactie van koersen vindt plaats indien de koers niet alleen onmiddellijk na een nieuwsfeit, maar ook enkele perioden daarna amper reactie op het nieuws vertoont. Overreactie treedt op in het omgekeerde geval: meteen na het nieuws vindt een reactie plaats die in de daarna gevolgde perioden voor een deel wordt gecompenseerd door een tegengestelde reactie”. ¹⁵

Overreactie op (een reeks) positieve berichten over een bedrijf zou behavioural beleggers te optimistisch maken over de toekomstige aandelenprijs van datzelfde bedrijf. Dit zou als gevolg hebben dat aandelen hun fundamentele waarde overstijgen.

Beleggers vertonen eveneens een overreactie op de handelingen van andere beleggers. Ze veronderstellen, vaak onterecht, dat deze laatste iets weten omdat ze een bepaald aandeel kopen of verkopen. Wanneer een belegger zou kunnen voorspellen hoe medebeleggers op bepaalde veranderingen gaan reageren, zou deze belegger hierop kunnen anticiperen en eventueel geldelijk voordeel behalen.

¹⁴ - DEBELS, T., ‘Emotionele intelligentie op de beurs’ (2003)
- Psychologie en beleggen, www.psychologieenbeleggen.nl op 11 april 2010

¹⁵ PRAST, H., ‘Gedragseconomie: De rol van psychologie op financiële markten’ (2004)

Reacties van beleggers sturen ook de koersen van portefeuilles. Deze komen dus niet rationeel tot stand. Beleggers blijven vasthouden aan genomen beslissingen. Er is dus onderreactie bij negatieve informatie en overreactie bij positieve informatie. Vooral negatieve informatie wordt vaak niet opgemerkt (onderreactie), tot wanneer de bubble op een bepaald moment barst. Een aantal voortrekkers stapt uit het aandeel en de trend slaat om (overreactie). Dit wordt het mean reversion-koerspatroon genoemd.

3.3.1 Conservatisme¹⁶

Conservatisme, of de conservatisme bias, houdt in dat men niet bereid is tot verandering en kan eveneens ervoor zorgen dat nieuwe informatie onvoldoende aandacht krijgt. Men heeft de neiging om alles bij het oude te laten.

Conservatisme betekent dat de mens zijn overtuigingen en eerder gevormde verwachtingen slechts met vertraging aanpast aan nieuwe informatie. Onderzoek toont aan dat er twee tot vijf waarnemingen nodig zijn om een verandering teweeg te brengen. Hoe nuttiger de informatie en hoe meer nieuwe inzichten deze informatie oplevert, hoe sterker het conservatisme optreedt. Dit is irrationeel, maar hiermee wordt aangetoond dat het voor een belegger moeilijker is om nieuwe informatie te accepteren en verwerken naarmate deze tegenstrijdig is met de bestaande kennis.

Beleggers reageren niet meteen op positief nieuws, dit gebeurt pas wanneer het positieve nieuws in latere periodes wordt bevestigd. Omgekeerd wordt de waarde van bevestigende informatie te vaak overschat. Soms wordt er zelfs selectief informatie opgezocht, om zo eerdere informatie te kunnen bevestigen. Dit alles is te wijten aan conservatisme. Ook het belang van zeer opvallende of uitzonderlijke informatie wordt vaak overschat.

Conservatisme wordt in de behavioural finance gebruikt om de onderreacties van aandelenkoersen te verklaren.

¹⁶ KBC, 'Behavioural Finance: Rede versus emotie op de financiële markten' (2002)

3.3.2 Informatieverwerking¹⁷

De essentie van het beleggen is het vergaren en het verwerken van een constante stroom aan informatie. Eerst dient er bepaald te worden welke informatie relevant is en welke niet, waarna moet worden bepaald wat de impact hiervan is op de toekomstige aandelenkoersen. Het combineren van de nieuwe informatie met de reeds gekende informatie is wellicht de moeilijkste opdracht en hier blijken vele beleggers dan ook tekort te schieten. Er wordt systematisch een te groot gewicht toegekend aan de nieuwe informatie, wat een overreactie veroorzaakt.

Volgens de traditionele theorie is het verwerken van informatie neutraal, wat inhoudt dat de staat waarin de belegger verkeert geen rol mag spelen bij het interpreteren van de informatie. Psychologisch onderzoek toont echter aan dat dit niet zo is. De stemming waarin een persoon verkeerd speelt wel degelijk mee. Een blijde belegger baseert zich op het globale beeld, een verdrietige belegger zal zich eerder op de details focussen. De stemming van de belegger zorgt ervoor of ze de informatie grondiger gaan analyseren of niet. Men kan dus stellen dat droevige beleggers, betere beleggers zijn.

3.4 Verliesaversie¹⁸

Verschillende onderzoeken tonen aan dat mensen het makkelijker hebben om winst te innen dan om verlies te aanvaarden. Een naderend verlies is vaak de aanleiding tot ongepast risicogedrag, zelfs bij professionele marktpartijen.

Het begrip ‘loss aversion’ werd door Kahneman en Tversky geïntroduceerd. Het is hun wetenschappelijk onderzoek dat aangetoond heeft dat de negatieve emotionele impact van een verlies zelfs tot 2,5 keer zo groot is als de positieve impact van een even grote winst. Ook beleggers hebben in het algemeen een duidelijke aversie ten opzichte van verlies; de teleurstelling bij beleggingsverlies is veel groter dan hun vreugde bij beleggingswinst voor hetzelfde bedrag.

¹⁷ DEBELS, T., ‘De belegger ont(k)leed: Een benadering vanuit de neuro-economie’ (2005)

¹⁸ Psychologie en beleggen, www.psychologieenbeleggen.nl op 11 april 2010

Het is dus duidelijk dat de mens een asymmetrie vertoont ten opzichte van winst en verlies. Dit wordt in volgende figuur weergegeven:



Bron: <http://www.investopedia.com>

Verliesaversie leidt tot rare, maar vaak voorkomende situaties. Wanneer een aandeel lager noteert dan de aankoopprijs, wordt dit vaak te lang bijgehouden. Men verwacht zo het geleden verlies nog te kunnen recupereren, wat meestal tot een groter verlies leidt. Beleggers hebben er dus moeite mee om aandelen te verkopen waarop verlies werd geleden. Stijgende aandelen worden dan weer vaak te snel verkocht, uit schrik om de gemaakte winst te verliezen.

Een ander motief voor verliesaversie is dat beleggers er tegenop kijken om het verlies te accepteren. Ze moeten dan ook tegenover de buitenwereld toegeven dat hun beleggingsactiviteiten geen succes waren. Beleggers blijken er veel voor over te hebben om gezichtsverlies te ontlopen. Hier spreekt men over 'aversion to a sure loss'.

Bij verkeerde beslissingen hebben de meeste beleggers meer spijt over wat ze gedaan hebben, dan over wat ze nagelaten hebben te doen.

Men kan dus concluderen dat je als belegger bereid moet zijn om verliezen te incasseren.

3.5 Neem winst én verliezen..¹⁹

Beleggers zondigen voortdurend tegen dé basisregel van het beleggen; verkoop je verliezers en laat je winnaars oplopen. De natuurlijke neiging is de aandelen waarop ze een kleine winst hebben te snel te verkopen en de aandelen waarop ze verlies lijden te lang bij te houden. De combinatie van deze twee fenomenen wordt het dispositie-effect genoemd. Het is een vrij verspreide neiging waartegen behavioural beleggers moeten 'vechten'.

Een verlies accepteren en een geringe winst niet realiseren blijken de twee moeilijkste dingen op de beurs te zijn. Beleggers willen niet met verlies verkopen, want zolang zij niet verkocht hebben, hoeven ze het verlies niet te verwerken. Deze redenering verklaart het dispositie-effect, maar verhindert elk objectief oordeel. Op het moment dat de vergissing wordt ingezien, moet men consequent het zinkende schip verlaten.

Het dispositie-effect wordt vaak nog versterkt door de (meestal) ongegronde adviezen van de experts om vooral niet te verkopen in een dalende markt. Zelfs in de vastgoedmarkt speelt het dispositie-effect, namelijk de onwil om een huis met nominaal verlies te verkopen.

Ook het 'sunk cost'-effect zorgt ervoor dat mensen onredelijk lang vasthouden aan niet succesvolle projecten wanneer het falen van het project reeds lang duidelijk is. Verloren (aandelen)posities worden nog langer aangehouden wanneer er getuigen zijn van het falen.

Voorbeeld 'sunk cost'

Wanneer u telefoneert naar een maatschappij kan dit een frustrerende bezigheid zijn. De reclamejingle schreeuwt door de hoorn en om de 20 seconden meldt een 'zachte stem': "Al onze medewerkers zijn in gesprek. Wij vragen u nog even geduld uit te oefenen". Heel de tijd heeft men de keuze om op te hangen of om nog even vol te houden. De meeste mensen blijven toch nog enkele minuten aan de lijn, om daarna de telefoon dicht te smijten. Zo werd er waardevolle tijd verspild, terwijl het enkele minuten ervoor al duidelijk was dat u niemand aan de lijn ging krijgen (of toch niet onmiddellijk).

¹⁹ - DEBELS, T., 'Behavioral finance: De motivatiepsychologie van de belegger' (2006)
- VFB, 'Behavioural Finance: De psyche van de belegger' (2008)
- DEBELS, T., 'Emotionele intelligentie op de beurs' (2003)

Wanneer men winst gerealiseerd heeft, zijn beleggers geneigd het zekere voor het onzekere te nemen. Men zal een zekere winst verkiezen in plaats van de mogelijkheid meer winst te maken met het risico om alles te verliezen.

Ook vertonen mensen in het algemeen en beleggers in het bijzonder een ander gedrag afhankelijk of ze met winst of verlies worden geconfronteerd. Wanneer men met verliezen te maken krijgt vertonen mensen immers risicozoekend gedrag. Dit betekent dat de grote meerderheid, bij de keuze uit de volgende alternatieven, optie 2 zullen kiezen.

- Optie 1: Een zeker verlies van €100
- Optie 2: Een kans van 50% op een verlies van €201 en evenveel kans om niets te verliezen

Op de financiële markten betekent dit dat beleggers verlieslatende aandelen zullen bijhouden in de hoop dat het verlies in de toekomst wordt weggewerkt. Men wil dat de verliezers terug op het aankoopniveau komen in de portefeuille.

In tegenstelling tot beleggers met verliezende aandelen, die eigenlijk te geduldig zijn, zijn beleggers met winnende aandelen in portefeuille te ongeduldig. Aandelen waarop beleggers een kleine winst realiseren worden vaak veel te snel verkocht. De reden hiervoor is dat ze trots willen zijn op hun prestatie. Het sociale aspect van het beleggen blijkt ook hier extreem belangrijk te zijn. Beleggers willen kunnen pronken met hun prestatie. Uiteindelijk is het voor hen niet zo belangrijk hoeveel winst ze gerealiseerd hebben, zolang het maar winst is.

Wanneer beleggers daarentegen geconfronteerd worden met winsten, zullen ze risicomijdend gedrag vertonen, wat in tegenstelling is met het risicozoekend gedrag bij verliezen. Ook hier krijgt men de keuze tussen twee alternatieven, namelijk:

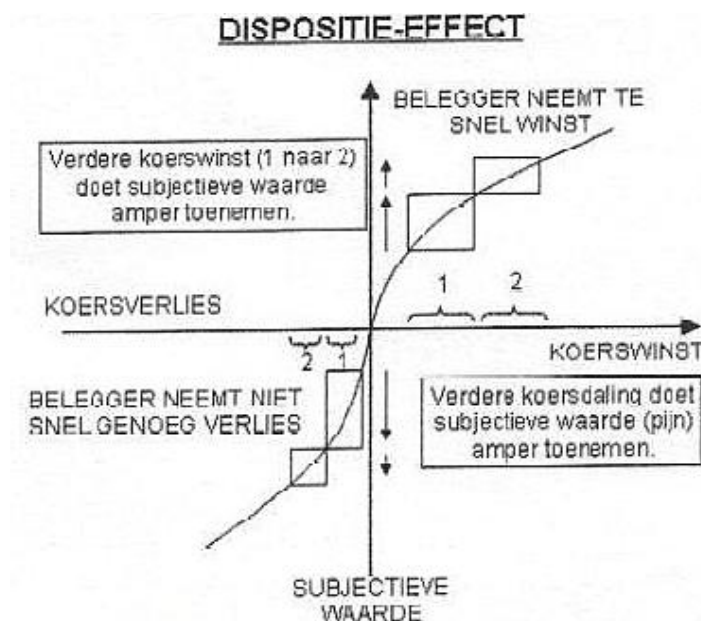
- Optie 1: Een zeker bedrag van €100
- Optie 2: Een kans van 50% op €201 en een even grote kans om niets te winnen.

Hoewel de economische theorie duidelijk voorschrijft dat optie 2 beter is dan optie 1 omdat de waarde groter is (optie 2 is immers €100,5 waard) zullen de meeste mensen toch optie 1 kiezen. Op de financiële markten zal een aandeel met een kleine winst verkocht worden, in plaats van te wachten op een eventueel grotere winst. Hier geldt dus net het omgekeerde: geef het winnende aandeel de ruimte om verder te stijgen.

Het verschil tussen de professionele belegger en de particuliere belegger is niet meer de hoeveelheid informatie waarover ze beschikken. Via internet kan een particuliere belegger vandaag beschikken over de nodige informatie om juiste inschattingen te kunnen maken. Het onderscheid tussen beiden is dat deze laatste hun emoties beter onder controle kunnen houden als een aandeel ernstig begint te dalen. Een belangrijke factor is uiteraard dat deze professionele beleggers niet met hun eigen geld ‘spelen’. Daarnaast komt ook dat ze vaak verplicht worden te werken met technieken zoals de stop loss om de emoties uit te schakelen.

De stop loss is een eenvoudige techniek om de portefeuille te beschermen. Het is een techniek waarbij een aandeel automatisch verkocht wordt als het een bepaald percentage verloren heeft. Dat percentage wordt berekend ten opzichte van de aankoopprijs. De motivatie om een dergelijke mechanisme regel te gebruiken is dat beleggers een grote (emotionele) weerstand hebben om dergelijke ‘losers’ te verkopen, want uit zichzelf willen ze dit eigenlijk niet. Een stop loss verplicht hen als het ware die moeilijke en pijnlijke beslissing te nemen.

Op de grafiek wordt het duidelijk dat de subjectieve waarde van de potentieel olopende winst niet hoog wordt ingeschat. Bij verlies daarentegen geeft men eerder de voorkeur aan het aandeel bij te houden in plaats van verlies te nemen. De grootste psychologische pijn is al lang achter de rug. Een verdubbeling van het verlies wordt veel minder gevoeld en weegt minder zwaar dan de negatieve waarde die gehecht wordt aan het zekere verlies. Men kan dus stellen dat de verliesaversie van beleggers aan de basis ligt van het dispositie-effect.



Bron: Goldberg J. en Von Nitzsch R., ‘Behavioural Finance’

3.6 De behavioural belegger diversifieert te weinig²⁰

Diversificatie in een beleggingsportefeuille is een "must". Het spreekwoord "men moet niet al zijn eieren onder één kip leggen" geldt ook voor financiële zaken. Door te diversifiëren beperkt men het risico van een portefeuille zonder al te veel toegevingen te doen op het niveau van het rendement.

Bij diversificatie denken we spontaan aan het aantal aandelen dat een goede portefeuille moet bevatten. Waar wel enige verwarring over bestaat is het aantal aandelen dat een goed gediversifieerde portefeuille moet bevatten. Vroeger werd door verscheidene studies aangetoond dat een maximale reductie van het risico bekomen werd met een portefeuille van een twintigtal aandelen uit verschillende sectoren. Deze visie is ondertussen al achterhaald. Men stelt nu dat een goed gediversifieerde portefeuille minstens 50 aandelen en liefst 100 aandelen bevat. De reden hiervoor is dat individuele aandelen een stuk risicovoller geworden zijn.

De meeste beleggers 'specialiseren' zich in aandelen van hun thuisland. Dit is een internationaal verschijnsel. Zo zullen Japanse beleggers bijna uitsluitend Japanse aandelen in portefeuille hebben en Britse beleggers bijna uitsluitend Britse aandelen. Dit fenomeen wordt de home bias (in enge zin) genoemd. Het is alsof beleggers buitenlandse aandelen als risicovoller beschouwen omdat ze deze markten en/of ondernemingen minder goed kennen. Ze vragen als het ware een 'onzekerheidspremie'. Ook zijn beleggers te optimistisch over aandelen van het thuisland in vergelijking met internationale aandelen.

De vaststelling dat behavioural beleggers te veel aandelen bezitten van lokale bedrijven of bedrijven waar ze werken, is de home bias (in ruime zin). Zo is het geweten dat de meeste beleggers in Lernhout & Hauspie (hoofzetel te Ieper) uit West-Vlaanderen en meer bepaald de streek rond Ieper kwamen. Ook wanneer Amerikaanse werknemers de mogelijkheid kregen aandelen te kopen in een fiscaal vriendelijk stelsel, waarbij de keuze van aandelen vrij was, kozen ze systematisch voor aandelen van de onderneming waarvoor ze werken. Het gevolg hiervan is dat deze portefeuilles enorm slecht gediversifieerd zijn.

²⁰ - DEBELS, T., 'Behavioral finance: De motivatiepsychologie van de belegger' (2006)
- DEBELS, T., 'Emotionele intelligentie op de beurs' (2003)

3.7 Goede aandelen zijn niet noodzakelijk van goede bedrijven²¹

Goede bedrijven zijn bedrijven die zo door de belegger worden aanschouwd. Wanneer een onderneming positief in het nieuws komt, wanneer het management een prijs krijgt,... worden ze als goede bedrijven beschouwd. Vele beleggers maken dan ook de denkfout aandelen van goede bedrijven onvoorwaardelijk te beschouwen als goede aandelen. Deze fout kan worden toegeschreven aan de heuristisch representativiteit.

Rationele beleggers hebben een groter percentage aandelen van 'slechte' bedrijven, want de return van de aandelen van deze 'slechte' bedrijven ligt hoger dan de return van aandelen van 'goede' bedrijven.

Een gelijkaardige fout die beleggers maken is dat ze aandelen kopen van bedrijven die een technologische doorbraak aankondigen. Vaak zijn aan deze doorbraak niet noodzakelijk betere winstvooruitzichten gekoppeld.

3.8 Het onvermogen om negatieve informatie te gebruiken²²

Een andere, veelvoorkomende fout dat vele mensen maken wordt de confirmation bias genoemd. Deze fout houdt in dat mensen er nauwelijks in slagen negatieve informatie op te zoeken en te gebruiken. Het is de neiging die we van nature hebben om onze verwachtingen op een dusdanige manier te toetsen dat ze worden bevestigd. Dus als we een hypothese (veronderstelling) over iets hebben, zijn we vooral geneigd om te kijken naar de feiten die onze mening bevestigen. Ze hebben met andere woorden een emotionele weerstand tegen negatieve informatie.

Wetenschappers daarentegen gaan juist op zoek te gaan naar het ontkrachten van hun hypothese, en geven de ander het voordeel van de twijfel. Particuliere beleggers daarentegen gaan juist op zoek naar de bevestiging van hun verwachtingen. Als we de invloed van de confirmation bias op onze beslissingen willen verminderen, kunnen we misschien iets leren van hoe wetenschappers ermee omgaan in vergelijking met particuliere beleggers.

²¹ - DEBELS, T., 'Behavioral finance: De motivatiepsychologie van de belegger' (2006)
- DEBELS, T., 'Emotionele intelligentie op de beurs' (2003)

²² Psychologie en beleggen, www.psychologieenbeleggen.nl op 02 mei 2010

Wetenschappers en particuliere beleggers verschillen dus in de manier waarop ze hun veronderstellingen testen. Wetenschappers zullen steeds alle mogelijkheden in overweging nemen, terwijl particuliere beleggers vooral situaties gaan onthouden waarin hun veronderstelling helemaal uitkwam óf helemaal niet uit kwam. Hier vallen de particuliere beleggers dus in de valkuil van de ‘confirmation bias’, omdat ze geen rekening houden met de situaties waar de gebeurtenissen tegenstrijdig zijn met hun veronderstelling. Soms worden deze tegenstrijdige situaties wel bekeken, maar dan afgedaan als ‘toevalligheden’, en daarom niet belangrijk.

Ook de pers speelt een belangrijke rol in het onvermogen om negatieve informatie te gebruiken. In een aantal experimenten werd aangetoond dat de financiële pers koersstijgingen verklaart met positieve berichten en koersdalingen met negatief nieuws, terwijl de relatie tussen het verloop van de koers en de nieuwsberichten niet altijd werd aangetoond. Beleggers worden daarom aangeraden om bij een ‘vers’ verhaal, altijd de vraag te stellen of er iets fundamenteels gewijzigd is voor dat aandeel (behalve de prijs).

3.9 Beperk het aantal transacties²³

Er zijn verschillende indicaties waarom beleggers te veel transacties uitvoeren. Als eerste heeft men het stijgende volume op de aandelenbeurzen en de vaststelling dat beleggers aandelen gedurende een steeds kortere periode bijhouden. Tot slot blijkt ook uit onderzoek van effectieve beurstransacties van particuliere transacties dat er koortsachtig aandelen gekocht en verkocht worden.

Een belangrijke fout die beleggers maken is dus dat ze teveel transacties uitvoeren. Blijkbaar schijnen ze het plezierig te vinden om aandelen te kopen en te verkopen. Sommigen vergelijken bepaalde beleggers dan weer met gokverslaafden. Deze krijgen enkel een kick van het spelen en niet zozeer van het winnen.

Ook betaalt men voor elke transactie kosten. Hoe meer men handelt, hoe hoger deze kosten zullen oplopen. Men kan dus concluderen dat veel handelen dodelijk is voor een goed netto rendement.

²³ DEBELS, T., ‘Emotionele intelligentie op de beurs’ (2003)

3.10 Persistentie van de belegger²⁴

“Persistentie: 1) het volhouden, blijven aandringen, volharding; 2) het vasthouden aan eigen mening; 3) tijd dat een werking aanhoudt.”²⁵

Mensen leren uit vergissingen, zeker wanneer het om grote bedragen gaat. Men zou dus denken dat factoren die zorgen voor de vorming van vertekende verwachtingen na een leerproces uiteindelijk verdwijnen. Deze vertekende verwachtingen zitten ingeworteld in de menselijke psyche, wat problematisch kan worden.

Beleggers leggen hun idealen niet zomaar naast zich neer. Ze zijn erg koppig en hebben veel moeite met het incasseren van verliezen, waardoor er nog grotere verliezen worden geleden. Ook emoties liggen vaak aan de basis foute beleggingsbeslissingen en wanneer er geld bij betrokken is, wordt dit gegeven nogmaals versterkt. Geld kan rare dingen met mensen doen en blijkt het voor een belegger moeilijk te zijn om toe te geven dat hij of zij een verlies heeft moeten incasseren.

Sommige mensen zijn hokjesdenkers; wat zij beweren is de enige waarheid en ze willen signalen en feiten die het tegendeel bewijzen, niet onder ogen zien. Hiervoor heeft men in de Angelsaksische taal een mooi woord: wishful thinking. Dit houdt in dat men niet meer gelooft, dan wat men zelf wil geloven. Aan nieuws dat mensen bevestiging geeft, wordt meer waarde gehecht.

Elk moment zijn er mensen die verlies leiden op de beurs, grote verliezen, maar toch opnieuw proberen. Sommige mensen lenen zelfs om het vorige verlies op te vangen. Vaak wordt een klein verlies een groot verlies. Mensen geven niet graag op en de grote kunst bestaat erin om te beleggen met geld dat je niet onmiddellijk nodig hebt. Rationeel denken en emoties verbannen is echter nog moeilijker.

²⁴ HAGSTROM, R.G., ‘Warren Buffett’s beursgeheimen : Tips van ’s werelds rijkste belegger’ (1995)

²⁵ VAN DALE

3.11 Illusie van controle²⁶

In de traditionele theorie wordt rekening gehouden met het financiële profiel van de belegger, meer bepaald met zijn vermogen. Er wordt echter geen rekening gehouden met zijn psychologisch profiel, want het impliciete uitgangspunt blijft dat een belegger steeds rationeel en consistent te werk gaat.

De 'hindsight bias' houdt in dat van zodra ze het resultaat van een bepaalde omstandigheid of de uitkomst van een beslissing kennen, mensen geneigd zijn om te denken dat ze de uitkomst voorzien hadden. Hierdoor worden fouten snel vergeten, de gemaakte fout lijkt niet gemaakt te zijn of worden toegewijd aan ongeluk of een externe factor. Mensen beelden zich dus graag in dat ze eigenlijk wel wisten wat er zou gebeuren. Dit kan geïnterpreteerd worden als een controle-illusie met terugwerkende kracht.

Mensen hebben een psychologische nood aan controle. Deze controle zorgt ervoor dat mensen zich inbeelden dat ze een situatie beheersen, hoewel dit in realiteit meestal niet zo blijkt te zijn. De hindsight bias en self-attribution bias voeden de illusie van controle bij de beleggers. Beide voorkomen dat we leren uit onze fouten.

3.12 Narrow framing²⁷

De kortzichtigheid van de belegger, ook wel narrow framing genoemd, houdt in dat er slechts een beperkt aantal aspecten van een probleem worden bekeken om tot een oplossing te komen.

Deze kortzichtigheid is menselijk, maar is ook noodzakelijk, want een probleem kan nooit worden opgelost indien er met alle aspecten rekening dient te worden gehouden. Het ontbreken van een totaalbeeld, kan echter wel leiden tot irrationele keuzes, verkeerde beslissingen en dus ongepast risicogedrag als het op beleggen aankomt.

²⁶ VFB, 'Behavioural Finance: De psyche van de belegger' (2008)

²⁷ DE BROUWER, P., 'Behavioral finance of de psychologie van de belegger' (2001)

Volgens de financiële theorie zijn beleggers eveneens ongevoelig voor de wijze waarop informatie wordt voorgesteld. In de 'echte' wereld van de behavioural finance zijn beleggers wel degelijk gevoelig voor de wijze waarop iets wordt voorgesteld. Mensen worden sterk beïnvloed door de wijze waarop dezelfde informatie ingekaderd wordt. Ze reageren dus anders indien informatie negatief of positief wordt voorgesteld.

Het narrow framing-effect kan worden aangetoond met een eenvoudig voorbeeld. Aan een groep beleggers worden twee aandelen gepresenteerd, namelijk een aandeel waarvan gesteld wordt dat er 70% kans is dat het stijgt en een aandeel dat 30% kans heeft om te dalen. De meerderheid zal opteren voor het eerste aandeel, ondanks dat beide echter dezelfde winstperspectieven hebben.

Ook is het belangrijk dat beleggers aandelenkoersen op lange termijn bekijken. Het is altijd mogelijk dat een bedrijf een minder kwartaal kent, maar daarom was het nog geen slechte beslissing te investeren in dit bedrijf.

4 Emoties van de belegger²⁸

Emoties hebben een diepgaande invloed op de economie. Desondanks wordt er vaak halsstarrig vastgehouden aan het model van de homo economicus. Hier zijn twee redenen voor; ten eerste worden emoties gezien als onvoorspelbaar, waardoor het voor de belegger moeilijk wordt om de uitkomst te bepalen. Ook zijn emoties moeilijk meetbaar, wat de tweede reden voor deze halsstarrigheid is. Economisten houden nu eenmaal van meetbare en kwantificeerbare elementen. Want wat niet meetbaar is, 'bestaat' niet.

Volgens neuroloog Antonio Damasio zijn emoties verweven met de netwerken van de rede, wat in ons voor- en nadeel is. Dit zou ook de reden zijn waarom het zo moeilijk is om emoties onder controle te krijgen. De rede en het gevoel zijn geen aparte systemen.

George Loewenstein weet de rol van emoties op het gedrag in te delen in drie gradaties, waarin emoties aanwezig kunnen zijn.

Staat van de emoties	Rol van de emoties
Low level	Emoties spelen een informatieve/adviserende rol
Moderate level	Emoties en cognitieve overwegingen liggen vaak in conflict
High level	Emoties controleren het gedrag

Bron: George Loewenstein, 2001, p. 7

Bij low level spelen de emoties slechts een bijrol; ze adviseren hooguit de rede. Bij high level nemen de emoties de controle over en bepalen ze zo ons gedrag. Bij moderate level, het tussenniveau kunnen emoties en cognitie botsen.

²⁸ DEBELS, T., 'De belegger ont(k)leed: Een benadering vanuit de neuro-economie' (2005)

4.1 Beslissen onder druk van emoties

Uit onderzoek bleek dat men bij moeilijker beslissingen, beperkte tijd of hoogoploeiende emoties gemakkelijker naar heuristische grijpt. Mensen zijn immers slecht in het oplossen van cognitieve problemen en maken altijd dezelfde systematische fouten. Volgens Kahneman en Tversky komt dit doordat mensen vaak denkfouten maken.

Baumeister kwam tot de conclusie dat mensen die geërgerd zijn en waarvan hun emotionele rust verstoord wordt, de tendens vertonen om domme risico's te nemen. Wanneer deze mensen verplicht werden een rustmoment in te lassen, zagen ze hun foute beslissing in, maar emotioneel waren ze nog steeds niet tot rust gekomen.

Voorbeeld Baumeister

Stel dat we beleggers laten kiezen tussen twee mogelijkheden. De eerste optie geeft 70% kans om €2.000 te winnen. De tweede optie biedt 2% kans om €25.000 te winnen. In beide gevallen levert een verliessituatie een tijd enerverend lawaai op. Het is duidelijk dat de rationele keuze de eerste optie is. De verwachte waarde van deze optie bedraagt immers €1.400 (70% van €2.000), terwijl de verwachte waarde van de tweede optie slechts €500 (2% van €25.000) is. Indien we deze keuze voorleggen aan mensen in een 'neutrale' emotionele toestand kiest iedereen voor de rationele optie, maar wanneer men geërgerde mensen dezelfde keuze laat maken, opteren ze (meestal) voor de tweede optie.

Men kan dus concluderen dat geërgerde beleggers andere beslissingen nemen.

4.2 De basisemoties

Als we een belegger willen analyseren, moeten we dieper ingaan op de emoties die deze belegger ondergaat. Beleggers ondergaan emoties die iedereen ondergaat. Ook zijn de belangrijkste emoties toe te kennen aan betekenisvolle gebeurtenissen. Sommigen beweren dat emoties van beleggers op de beurs elkaar opheffen. Net zoals er bij een transactie een verkoper en een koper nodig zijn, zou de vreugde van de ene belegger het verdriet van de andere compenseren. Hieruit wordt afgeleid dat emoties toch geen invloed zouden hebben op de beurs, wat echter verkeerd is, want soms drijft de beurs gewoon op emotie.

4.2.1 Woede

Woede is de voorbode van agressie en vormt de drijfveer van veel wat mensen en dus ook van beleggers, doen en laten. Er zijn verschillende redenen om woede te ervaren; men kan boos zijn op het management van de onderneming waarin ze aandelen hebben, maar ook de beurs drijft mensen tot het uiterste. Zo vond in 1929 de beurscrash te Wall Street plaats, waar gezegd werd dat beleggers uit de ramen sprongen. Ook heerst er woede ten opzichte van analisten en experts die waardeloze aandelen hebben aangeprezen en ga zo maar verder...

4.2.2 Verdriet

Verdriet is het gevolg van het verbreken van een band, maar ook verlies van geld wordt vaak met tranen beweend.

Onderzoek wijst uit dat het verlies van geld verdrietig maakt en het verkrijgen ervan gelukkig. Vooral tussen het ontvangen van een onverwachte som geld en het gelukkig voelen in het jaar daarop bestaat een groot verband. Hoe meer je krijgt des te groter het geluk.

Ook Pamela York Klainer ('How much is enough?') stelt dat geld en geluk nauw met elkaar verbonden zijn. Succes is eveneens een belangrijke factor voor geluk. Het verlies op de beurs omvat twee aspecten; het verlies van het effectieve geld, maar ook wordt er een gevoel van mislukking ervaren. Deze twee aspecten zorgen ervoor dat mensen zich ongelukkig voelen en ook daardoor praten weinig mensen eerlijk over hun ervaring met geld.

4.2.3 Vreugde

Vreugde is een positieve emotie dat optreedt bij een geslaagde binding/relatie. Het is een tevredenheid met de omstandigheden of omgeving.

Ook verlangen mensen onbewust naar bevestiging. Wanneer dit verlangen wordt ingelost, zullen vele mensen zich gelukkiger voelen.

4.2.4 Angst²⁹

Angst is een emotionele reactie op een waargenomen bedreiging en ook op de beursvloer speelt angst een grote rol. Het verliezen van een vermogen heeft zowel voor de particuliere als de professionele belegger grote gevolgen. De particuliere belegger kan zijn huis of het spaarpotje voor de 'oude dag' verliezen,.. en de professionele belegger riskeert zijn baan kwijt te spelen. Deze gevolgen worden liever vermeden en dit zorgt ervoor dat beleggers in paniekerige situaties (snelle daling van de koersen,..) vaak emotionele beslissingen nemen.

Ook een slaapttekort kan ertoe leiden dat beleggers angstiger gaan reageren. Mensen met een slaapttekort zijn immers minder in staat om problemen op te lossen en rationele beslissingen te nemen. Men zal hier dan ook een tijdelijke voorkeur hebben voor veilige producten.

Een gouden tip is dat men best kan wachten met het verkopen van aandelen wanneer er angst op de beurs heerst.

4.3 De secundaire emoties

Beleggers trappen altijd in dezelfde cognitieve en emotionele vallen wanneer ze beleggen op de beurs. Dit komt omdat het de vier secundaire emoties zijn die hen steeds de das omdoen, maar alles begint uiteraard met de hebzucht van de belegger..

4.3.1 Verrassing

Verrassing is een emotie dat vaak voorkomt op financiële markten omwille van geheime onderhandelingen en stiekeme machtsspelletjes.

Zelfs professionele beleggers komen voor verrassingen te staan. Begin 2002 moest Warren Buffett toegeven dat hij zich had laten verrassen door de gebeurtenissen van 11 september. Deze gebeurtenis had verwoestende gevolgen voor zijn beleggingsportefeuille. Warren Buffet had namelijk veel geld geïnvesteerd in Berkshire Hathaway, dat veel participaties had in

²⁹ KANIS, M., 'Beleggen voor dummies' (2006)

herverzekeraars. Helaas werd toen geconcludeerd dat de verzekeringspremies voor dergelijke risico's veel te laag waren.

Peter Bernstein ('Against the Gods') zei ooit: "Oorlogen, economische depressies, booms en crashes op de beurs en etnische zuiveringen komen en gaan, maar we zijn altijd verrast als ze plaatsvinden." Maar ook individuele ondernemingen kunnen voor verrassingen zorgen bij de belegger, bijvoorbeeld wanneer er een onverwachte stopzetting is van bepaalde activiteiten.

De reactie van de markt op bepaalde feiten en/of beslissingen is onvoorspelbaar, waardoor verrassingen eerder de regel dan de uitzondering zijn.

4.3.2 Spijt

Spijt is het emotionele gevoel dat we achteraf hebben als we concluderen dat een bepaalde keuze niet de juiste was.

Beleggers hebben vaak spijt. Dit wanneer ze aandelen te vroeg verkocht hebben, bepaalde aandelen die ze niet gekocht hebben of waarvan ze er niet genoeg gekocht hebben (bij goede aandelen).

De spijttheorie (regret theory) stelt dat mensen bij de keuze uit twee alternatieven ook rekening houden met de spijt die ze achteraf zouden kunnen ervaren indien de keuze nadelig zou uitvallen. Meestal wordt er dan ook geopteerd voor de veilige optie en hierdoor hebben veel beleggers een voorkeur voor veilige financiële activa zoals een spaarboekje, een obligatie,...

4.3.3 Schaamte

Schaamte is nauw verbonden met spijt. Wanneer iemand geld verloren heeft, komt dit meestal door een foute keuze. Deze vergissing is voor vele mensen moeilijk toe te geven, wat dus voor schaamte zorgt.

Ook omwille van slechte beursjaren zijn vele beleggers in het rood gedoken en ze voelen het aan alsof ze een vergissing gemaakt hebben. De fout die beleggers hier maken is dat er geen

onderscheid gemaakt wordt tussen een foute beslissing en een neutrale beslissing waarvan achteraf blijkt dat deze niet ideaal was.

De hindsight bias wordt vaak gebruikt om deze vergissing te verantwoorden. Hier is het probleem dat men informatie gaat gebruiken die toen niet gekend was.

4.3.4 Afgunst, jaloezie en hebzucht

Afgunst is iets willen wat iemand anders heeft. Jaloezie is iets willen houden als de dreiging bestaat om dit te verliezen. Hebzucht is een zeer algemeen en veel voorkomende menselijk zwakheid waar velen al heel veel geld hebben verdiend. Daarom is volgens sommigen hebzucht de machtigste motor voor financiële markten.

Wanneer men op de aandelenmarkt succes wil hebben, zal men hebzuchtig moeten zijn. Hebzucht is bijna noodzakelijk om te overleven. Op de beursvloer streeft iedereen steeds naar meer en het woord 'genoeg' bestaat niet voor beleggers. Wanneer men té hebzuchtig is, liggen verslaving en zelfoverschatting op de loer.

Op de korte termijn kunnen hebzucht en angst de koers of de prijs van aandelen ver boven of beneden hun reële waarde doen uitstijgen of doen dalen. Dezelfde emoties kunnen ook een financiële ramp betekenen voor de beleggers. Hebzucht kan beleggers er namelijk toe brengen om uiterst risicovolle beleggingen te doen die uiteindelijk tot afname van het vermogen kunnen leiden.

Een beter voorbeeld van de menselijk hebzucht, namelijk het casino, is waarschijnlijk nergens te vinden. Wanneer een casino een keertje verliest, wordt dit niet als een drama beschouwd. Men weet immers dat de winnaar nu wel in zo'n extase is dat hij steeds meer zal gaan inzetten. Deze inzet zal hij waarschijnlijk toch weer verliezen. Hieruit kan men afleiden dat mensen en dus ook beleggers in de val worden gelokt door hun eigen hebzucht.

5 Hoe dan wel beleggen? ³⁰

Doe het omgekeerde van de behavioural belegger!

5.1 Volg de insiders

Vaak hebben sommige beleggers meer informatie dan anderen, men spreekt hier van 'insiders'. Insiders zijn meestal de (top)managers, directieleden, bestuursleden en familiale aandeelhouders. Het is vanzelfsprekend dat zij de beurskoers van hun onderneming correct kunnen beoordelen, zij weten dus of een aandeel over-of ondergewaardeerd is.

Verscheidene studies hebben aangetoond dat het zinvol is om het beleggingsgedrag van insiders te volgen. Vooral wanneer er aandelen gekocht worden is dit een betrouwbaar signaal. De insiders zetten immers hun eigen geld op het spel en geloven dus in de toekomst van hun bedrijf. Een verkoop kan echter verschillende redenen hebben. Ofwel ziet de toekomst van het bedrijf er niet zo rooskleurig uit, ofwel willen ze hun aandelenportefeuille wat meer diversifiëren, ofwel hebben ze het geld nodig om een grote uitgave te financieren.

In België geldt de wet op de participatiemelding. Dit houdt in dat aandeelhouders worden verplicht om aandelentransacties binnen de 48 uur bekend te maken aan Euronext Brussel. De voorwaarde is wel dat er bepaalde drempels overschreden worden, namelijk 3 of 5% van de beurskapitalisatie. Ook zijn insiders verplicht om hun transacties aan de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA) te melden. Dit is een uitstekende zaak, want nu weten particuliere beleggers wat de toplui van beursgenoteerde bedrijven doen.

Al deze informatie is terug te vinden op de website van de CBFA of in 'De Tijd'. ³¹

³⁰ DEBELS, T., 'Emotionele intelligentie op de beurs' (2003)

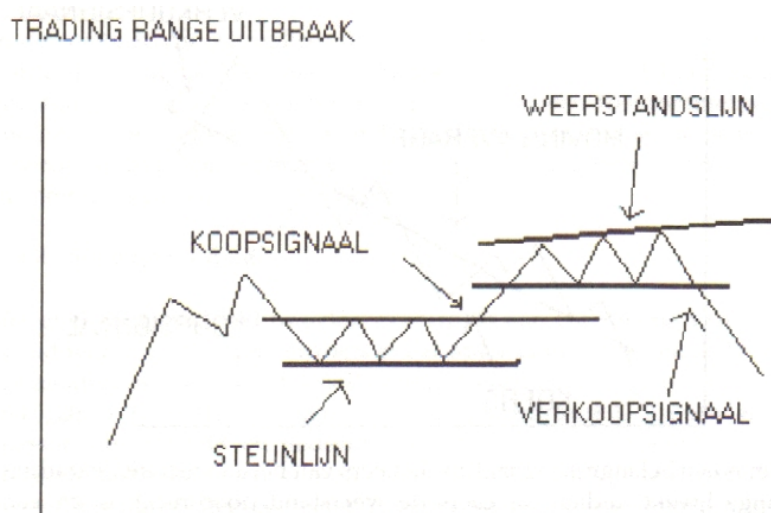
³¹ DEBELS, T., 'Wat de belegger zeker moet weten' (2007)

5.2 Technische analyse

De technische analyse, ook wel de grafische analyse genoemd, baseert zich vooral op grafieken en aandelenkoersen uit het verleden. Dit in tegenstelling tot de fundamentele analyse, die zich vooral richt op financiële gegevens en bedrijfsachtergronden. Fundamentele analyse biedt een antwoord op de vraag of een aandeel al dan niet gekocht of verkocht moet worden. Technische analyse zal eerder een antwoord geven op de vraag wanneer een aandeel dan moet gekocht of verkocht worden.³²

De belangrijkste technieken van de grafische of technische analyse zijn:

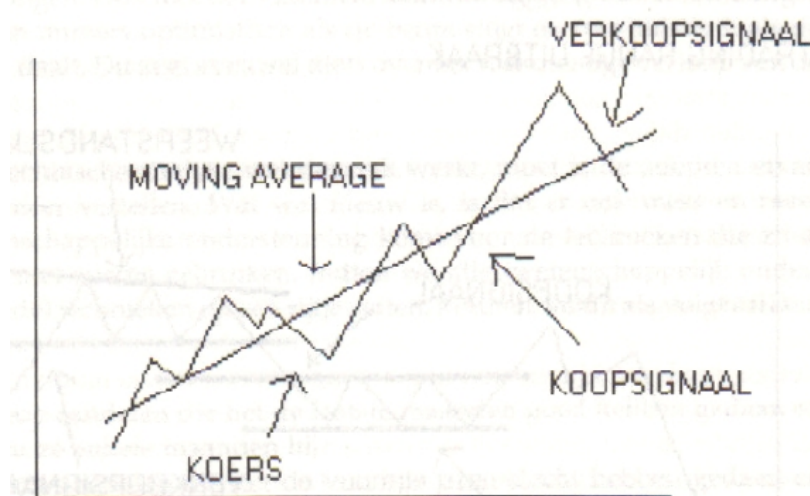
- Trendlijnen: Een trend is de algemene richting waarin koersen zich bewegen. Om een trendlijn te tekenen hoeft men enkel een lijn door de grafiek te trekken, die het verloop van de grafiek volgt. Het volgen van een trend gebeurt op lange termijn (meerdere jaren). Aandelen die in een uptrend zitten, heb je best in je bezit.
- Steun en weerstand: Dit zijn twee belangrijke elementen van een trend. Een steunlijn verbindt de dieptepunten, de koers wordt 'ondersteund'. Een weerstandslijn verbindt de hoogtepunten. Hier zijn de verkopers in de meerderheid, waardoor de koers omlaag wordt geduwd. Indien een aandeel zich tussen een steun en een weerstand bevindt, spreekt men van een trading range. Wanneer de koers van het aandeel uit de trading range breekt, is dit een belangrijk signaal.



Bron: Debels T., 'Emotionele intelligentie op de beurs'

³² VAN DOORSLAER, J., *Cursus portefeuillebeheer* (2009)

- **Momentum:** Bij de momentum-strategie veronderstelt men dat aandelen die recent gestegen zijn, zullen verder stijgen en aandelen die een daling kenden, verder zullen blijven dalen. Wanneer een aandeel stijgt of daalt, ontwikkelt zich er een bepaald momentum (een soort trend) dat zich op korte tot middellange termijn (van 3 maanden tot een jaar) doorzet. De strategie is om deze aandelen op te sporen en te kopen en ze vooral weer op tijd te verkopen, namelijk als het momentum is uitgewerkt.
- **Glijdend gemiddelde/moving average:** Dit is een berekening van het gemiddelde van de slotkoers gemeten over een bepaalde periode. De techniek stelt dat een aandeel koopwaardig is wanneer de koers het glijdend gemiddelde overstijgt en moet verkocht worden indien de koers onder het gemiddelde zakt.



Bron: Debels T., 'Emotionele intelligentie op de beurs'

- **Volume:** Dit is een bijkomende indicator. Men probeert aan de hand van de verhandelde volumes het koop- of verkoopmoment te bepalen. Het volume wordt afgeleid uit het dagelijks aantal verhandelde aandelen en wordt dan vergeleken worden met het gemiddelde dagvolume. Het volume zou de trend moeten bevestigen. In een uptrend zou het volume moeten stijgen naarmate de aandelenkoers stijgt. Als dit niet het geval is, kan de trend zich mogelijk omkeren en moet er verkocht worden.
- **Sentiment:** Ondertussen weten we dat ook de beleggerswereld wordt aangedreven door sentiment. Heerst er optimisme of pessimisme? Het is dus belangrijk te achterhalen wat het beurs sentiment is en volgens dit beurs sentiment te handelen. Belangrijk is dat het sentiment omgekeerd wordt geïnterpreteerd. De beurs doet het goed bij een slecht

sentiment en omgekeerd. Koop dus bij een positief sentiment op de beurs, verkoop indien het sentiment negatief is.

5.3 Whisper numbers³³

Er bestaat een officiële winstverwachting en een officieuze winstverwachting. De officiële winstverwachting voor een onderneming wordt door verschillende aandelenanalisten uitgevoerd. Deze officiële cijfers worden dan ook gepubliceerd, maar onderzoek toont aan dat deze cijfers verre van accuraat zijn. Over waarom deze foutenmarge bestaat, bestaan twee theorieën. In de eerste theorie wordt gesteld dat analisten het in feite wel beter weten, maar dat ze samenwerken met de betrokken onderneming en de grote klanten ervan. De verwachte winst per aandeel wordt dus bewust onderschat. Zo kan de onderneming met een aangename verrassing naar buiten komen. De andere theorie stelt dat de aandelenanalisten in feite incompetent zijn.

Ook bestaat er een officieuze winstverwachting, namelijk de whisper numbers. Deze cijfers worden bijgehouden op verschillende websites op het internet. Deze cijfers blijken het vaker bij het rechte eind te hebben. De conclusie is dan ook dat whisper voorspellingen gemiddeld genomen correcter zijn dan de voorspellingen van de analisten.

Als belegger is het dus noodzakelijk om deze whisper numbers te kennen. Ondanks dat onderzoek uitwijst dat het verschil tussen beide winstverwachtingen wel kleiner wordt. Dit kan verklaart worden door het feit dat analisten bij het opstellen van hun officiële winstverwachting eveneens rekening houden met deze whisper cijfers.

Belangrijk is wel dat deze ongelijkheden nog steeds bestaan en dat er dus nog signalen kunnen uit worden afgeleid. Zo kan het interessant zijn een aandeel te kopen in de weken voor de winstpublicatie, waarvan de whisper verwachtingen (fors) hoger liggen dan de officiële winstverwachtingen. De omgekeerde strategie is zinvol wanneer de whisper cijfers lager liggen dan de officiële verwachting.

³³ DEBELS, T., 'Wat de belegger zeker moet weten' (2007)

6 Bezwaren tegen behavioural finance³⁴

Tegen de behavioural finance werden er al verschillende bezwaren ingebracht. Zo stelt Fama (1998) dat de anomalieën zwaar worden overschat. Volgens hem zijn anomalieën toevalligheden die verdwijnen door een verbetering van de methodologie van het onderzoek, ofwel door het verstrijken van de tijd.

Over- en onderreacties komen ongeveer even vaak voor en daarom gaat het ook hier volgens Fama om puur toeval en zijn deze verschijnselen toch te verklaren binnen de efficiënte markttheorie. Volgens hem kan het wel zijn dat individuele beleggers zich niet rationeel gedragen, maar dit houdt niet in dat de markt in zijn geheel inefficiënt is. En zelfs wanneer het merendeel van de beleggers irrationeel handelt is het bestaan van enkele rationele beleggers voldoende om toch efficiënte prijzen tot stand te laten komen.

Fama is eveneens van mening dat de behavioural finance te vaag is en onvoldoende testbare hypothesen heeft opgeleverd.

Shiller (2003) beweert dat het feit dat verscheidene anomalieën de neiging hebben te verdwijnen na verloop van tijd, perfect in overeenstemming is met de behavioural finance. Het omgekeerde zou immers impliceren dat irrationale markten regelmatige en blijvende patronen vertonen, wat niet kan.

De kritiek van Fama blijkt niet echt overtuigend te zijn. Behavioural finance is een richting die nog steeds in ontwikkeling is en men kan besluiten dat de aanhangers van deze theorie niet zijn blijven steken in kritiek op de efficiënte markttheorie. Ze gebruiken ook de op een systematisch geconstateerde psychologische mechanismen van het menselijke gedrag in aanvulling op deze efficiënte markttheorie. Maar het uitgangspunt dat de mens onder alle omstandigheden individueel rationeel handelt blijkt al lang gedateerd te zijn.

³⁴ PRAST, H., 'Gedragseconomie: De rol van psychologie op financiële markten' (2004)

Besluit

We kunnen concluderen dat behavioural finance geen toveroplossing is om nu eens en voor altijd de beurs te kloppen en snel geld te verdienen. Behavioural finance zorgt wel voor een beter zicht op de beperkingen van de beleggers en men leert valkuilen zoals zelfoverschatting, kuddegedrag, de illusie van controle,... te detecteren. Men kan behavioural finance dus zeker gebruiken in de beleggersrace.

De confrontatie tussen de traditionele theorie en behavioural finance leert ons wel dat het in de beleggerswereld er anders aan toe gaat dan de klassieke modellen ons willen doen geloven. Beleggers blijken niet (steeds) rationeel te zijn. Het is dus belangrijk om, naast de rationele factoren, ook rekening te houden met de niet-rationele factoren. Deze laatste beïnvloeden de koersvorming immers ook. Behavioural finance zal het gedrag van beleggers dat niet uitsluitend wordt bepaald door rationele factoren, zoals risico en rendement, trachten te verklaren en te voorspellen.

Uit de verschillende fouten van de behavioural belegger die besproken werden, kunnen enkele belangrijke tips afgeleid worden. Zo kan bescheidenheid in de eigen voorspellingen zeker geen kwaad, maar ook diversificatie blijkt van groot belang te zijn. De fout die vele beleggers maken is dat ze kortzichtig zijn en dus leidt tot ongepast risicogedrag, maar ook hebben ze de illusie steeds alles onder controle te hebben. Eveneens hebben beleggers het moeilijk een verlies te aanvaarden (verliesaversie) en zijn ze te ongeduldig om een geringe winst te laten oplopen.

De emoties die mensen en beleggers ervaren kwamen uitgebreid aan bod omdat deze ook van cruciaal belang zijn in de behavioural finance. Angst en hebzucht ('greed & fear') blijken de belangrijkste drijfveren op de beurs te zijn, maar ook woede, verdriet, spijt en verrassing spelen een belangrijke rol. Men dient wel degelijk de emoties te onderkennen om tot een goede besluitvorming qua investering te komen.

Al de valkuilen toonden aan hoe niet belegd moet worden. De beste manier om te beleggen is dus het tegenovergestelde doen van de behavioural belegger. Technieken zoals de technische analyse, het volgen van insiders en whisper numbers,.. blijken hun nut al bewezen te hebben. De technische analyse blijkt geschikter te zijn dan de fundamentele analyse. Insiders

(managers, directieleden,...) hebben een nauwe band met een onderneming en beschikken daardoor steeds over de recentste informatie. Whisper numbers daarentegen zijn de officieuze winstverwachtingen van een onderneming, die meestal meer accuraat blijken te zijn dan de officiële winstverwachtingen. De belegger moet deze dus zeker in acht moeten nemen.

Behavioural finance was een zeer interessant onderwerp om een scriptie over te schrijven, ondanks dat hierover nog niet zo heel veel werken gepubliceerd werden. Ik denk dat ik dat ik de meest essentiële zaken omtrent behavioural finance grondig besproken heb. Wanneer mensen deze scriptie lezen hoop ik dat men begrijpt wat behavioural finance inhoudt en dat men als belegger niet in deze valkuilen trapt.

Woordenlijst

- **Cognitie:** Het (leren) kennen. Een cognitie kan staan voor kennis, idee of overtuiging die zich in de geest bevindt. Cognitie kan ook staan voor de mentale activiteit die de processen van leren, waarnemen, herinneren, denken, interpreteren, geloven en probleemoplossen bevat. Het laatste vormt het onderwerp van de cognitieve psychologie.
- **Cognitief:** Betrekking hebbend op, behorend bij het (leren) kennen.
- **Anomalieën:** Het is een afwijking van de algemene norm of vastgestelde waarde. Het is dus een onregelmatigheid.
- **Hybris:** Dit is het Oudgriekse woord voor overdreven trots, hoogmoed, overmoed, grootheidswaanzin. Het woord hybris heeft geen goede Nederlandse vertaling die het begrip volledig dekt, maar kan het beste omschreven worden met het gezegde 'hoogmoed komt voor de val'.
- **Interpersoonlijk:** Spelen met of tegen elkaar.
- **Conventioneel:** Door de gewoonte voorgeschreven.
- **Beurskapitalisatie:** De beurskapitalisatie van een onderneming is het bedrag dat werd bekomen door de koers van het aandeel te vermenigvuldigen met het aantal op de beurs genoteerde effecten.
- **CBFA:** De Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen. Deze is sinds 1 januari 2004 de enige toezichtsautoriteit belast met de controle op de Belgische financiële sector. De CBFA zorgt voor het toezicht op de financiële markten en de financiële verrichtingen, beschermt de consument van financiële diensten, bestrijdt de witwaspraktijken en terrorismefinanciering,... en ga zo maar verder.

Bibliografie

- DEBELS, T., 'Emotionele intelligentie op de beurs', Roeselare, ROULARTA, 2003, 186 p.
- DEBELS, T., 'Vrouwen, mannen en geld: 50 praktische tips om een moeilijke ménage à trois te verbeteren', Roeselare, ROULARTA, 2008, 189 p.
- DEBELS, T., 'De belegger ont(k)leed: Een benadering vanuit de neuro-economie', Antwerpen, GARANT, 2005, 134 p.
- DEBELS, T., 'Behavioral finance: De motivatiepsychologie van de belegger', Antwerpen, GARANT, 2006, 280 p.
- DEBELS, T., 'Wat de belegger zeker moet weten', Roeselare, ROULARTA, 2007, 192 p.
- KANIS, M., 'Beleggen voor dummies', Amsterdam, PEARSON EDUCATION, 2006, 259 p.
- MAUBOUSSIN, M., 'Beter beleggen: De psychologie van investeren', Amsterdam, PEARSON EDUCATION, 2007, 234 p.
- HAGSTROM, R.G., 'Warren Buffett's beursgeheimen: Tips van 's werelds rijkste belegger', Belsele, EUROTRADER, 1995, 278 p.
- SEWELL, M., 'Behavioral finance', 2008
- MONTIER, J., 'Behavioural Investing: A practitioner's guide to applying behavioural finance', WILEY FINANCE, 2007, 665 p.
- GOLDBERG, J. EN VON NITZSCH, R., 'Behavioural Finance', WILEY FINANCE, 2001, 238 p.
- PRAST, H., 'Gedragseconomie: De rol van psychologie op financiële markten', Onderzoeksrapporten DNB, 2004, 45 p.

- VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS (VFB),
'Behavioural Finance: De psyche van de belegger', 2008, 38 p.
- KBC, 'Behavioural Finance: Rede versus emotie op de financiële markten', Economische financiële berichten, nr. 7, 2002, p. 1-16.
- VAN DER MAAS, W., 'Behavioural Finance is dé trend', FFP-magazine, nr. 5, 2009,
p. 6-9.
- DE BROUWER, P., 'Behavioral finance of de psychologie van de belegger', Vector,
2001, p. 14-16.
- VAN DOORSLAER, J., Cursus portefeuillebeheer 2009
- Psychologie en beleggen, www.psychologieenbeleggen.nl
- KBC Asset Management, <https://www.kbcam.be>