Beleggen in houdstermaatschappijen

Beschrijving

Het geheel is sterker dan de som der delen. Toch wordt dit in de financiÃ«le wereld niet zo gezien. Houdstermaatschappijen doen meestal een forse korting (discount) ten opzichte van de onderliggende portefeuille van bedrijven. Die korting varieert doorgaans van 15 tot meer dan 35 procent, afhankelijk van de transparantie en de complexiteit van de structuur. Dat terwijl er overduidelijk voordelen zitten aan houdstermaatschappijen. In tegenstelling tot gewone beleggingsfondsen kunnen ze door de aandeelhouders niet worden gedwongen om de portefeuille te verkopen. Daarmee heeft de houdstermaatschappij juist in tijden van stress een veel betere liquiditeitspositie. Verder hebben de bedrijven in portefeuille een concurrentievoordeel door de sterke moeder die zorgt voor geld en kennis. Mocht Ã©Ã©n van de bedrijven in portefeuille onverhoopt toch omvallen, dan zijn de schulden niet te verhalen op andere onderdelen of de moeder. Maar blijkbaar wegen nadelen als minder transparantie, minder zeggenschap en een lagere liquiditeit zwaarder.

Veel bedrijven zijn georganiseerd als houdstermaatschappij, maar worden niet als zodanig herkend. Zo zijn de meeste multinationals een verzameling van ondernemingen, maar worden door hun onderlinge verwevenheid als Ã©Ã©n geheel gezien. Een houdstermaatschappij ontstaat pas als een deel van de kasstroom wordt gebruikt om te beleggen in plaats van om te ondernemen. Dat moment is meestal niet scherp af te bakenen. Tussen beleggen en ondernemen zit bij de meeste houdstermaatschappijen een groot grijs gebied. Verder hebben houdstermaatschappijen vaak een dominante aandeelhouder of zijn ze in handen van een familie.

Berkshire Hathaway

De bekendste en meteen ook de grootste houdstermaatschappij is Berkshire Hathaway. Onder leiding van Warren Buffett werd een failliete textielfabriek omgebouwd tot een conglomeraat met een marktwaarde van meer dan een biljoen dollar. Op de aandeelhoudersvergadering van mei 2025 kondigde Buffett op 94-jarige leeftijd aan het roer over te dragen aan zijn jarenlange luitenant Greg Abel. Per 1 januari 2026 is Abel de nieuwe CEO, terwijl Buffett aanblijft als voorzitter van de raad van

bestuur. In zijn eerste aandeelhoudersbrief beloofde Abel vast te houden aan Buffettâ??s beleggingsstrategie en de versterkte balans van het bedrijf. Zelfs bij Berkshire was er altijd sprake van een korting ten opzichte van de som der delen. Buffett had daar aanvankelijk weinig oog voor, maar de laatste jaren kocht hij op grote schaal eigen aandelen in. Die inkoop was zo succesvol dat hij tussen 2023 en 2025 maar liefst 77,8 miljard dollar aan aandeelhouders retourneerde. Abel lijkt diezelfde koers te willen varen. Buffett heeft een belang van circa 38 procent in Berkshire Hathaway.

Fairfax financial holdings

Minder bekend maar minstens zo interessant is het Canadese Fairfax Financial Holdings van oprichter en CEO Prem Watsa, die niet voor niets de â??Canadese Buffettâ?? wordt genoemd. Net als Berkshire is Fairfax een verzekeringsholding die de float â?? de premie-inkomsten die nog niet aan claims zijn besteed â?? gebruikt om te beleggen. Watsa begon in 1985 met 7,6 miljoen dollar aan eigen vermogen. Sindsdien is de boekwaarde per aandeel gegroeid tot meer dan 1.250 dollar, een gemiddelde jaarlijkse groei van circa 18 procent. In 2025 behaalde Fairfax een recordwinst van 4,8 miljard dollar en steeg de boekwaarde per aandeel met ruim 20 procent. De marktkapitalisatie bedraagt inmiddels zoâ??n 40 miljard dollar. Net als Buffett houdt Watsa vast aan een gedecentraliseerde structuur: een kleine holding in Toronto stuurt tientallen verzekeringsmaatschappijen aan in meer dan honderd landen, terwijl Watsa persoonlijk het beleggingsbeleid bepaalt. De beleggingsportefeuille van circa 70 miljard dollar is breed gespreid, met opvallende posities in onder meer Griekenland (Eurobank) en India (via Fairfax India Holdings). Het verschil met Berkshire is dat Fairfax door zijn kleinere omvang nog ruimte heeft om disproportioneel te profiteren van individuele beleggingskeuzes.

Europese houdstermaatschappijen

Vaak zijn houdstermaatschappijen echte familieondernemingen, zoals in Nederland Heineken Holding en Hal Trust (Van der Vorm). In BelgiÃ« kent men een vergelijkbare traditie met holdings als GBL (Groupe Bruxelles Lambert, gecontroleerd door de familie FrÃ¨re en inmiddels nauw verbonden met de Desmarais-familie), Sofina (de families BoÃ«l en Peterbroeck), Ackermans & van Haaren (de familie Ackermans) en het al genoemde Nationale Portefeuillemaatschappij, die later opging in GBL. Deze Belgische holdings hebben van oudsher een centrale rol gespeeld in het Belgische bedrijfsleven en belichamen, net als hun Nederlandse equivalenten, het model van actief en betrokken familiaal aandeelhouderschap over meerdere generaties. In het verleden waren er in Nederland ook fiscaal gedreven houdstermaatschappijen met aansprekende namen als Dordtsche Petroleum, Moeara Enim en CalvÃ© Delft, maar met de komst van het nieuwe belastingstelsel verloren die hun functie.Bekende houdstermaatschappijen in Europa zijn onder andere Exor (Agnelli) in ItaliÃ«, Investor (Wallenberg) in Zweden en het vehikel van de familie Wendel in Frankrijk. Exor is genoteerd aan Euronext Amsterdam en heeft een bruto vermogenswaarde van 37,1 miljard euro, maar onderneemt actief stappen om de portefeuille te vereenvoudigen. Zo werd in 2025 het belang in Iveco verkocht aan Tata Motors voor 3,8 miljard euro en werden de media-activiteiten van GEDI afgestoten aan de Griekse Antenna-groep. Exor concentreert zich nu op zijn kernposities in Ferrari, Stellantis, CNH en Philips, en voerde in 2025 een inkoop van eigen aandelen uit ter waarde van 1 miljard euro tegen een korting van 50 procent op de intrinsieke waarde. Dat is een schoolvoorbeeld van hoe houdstermaatschappijen de discount actief kunnen verkleinen.

Chaebols, Zaibatsus en de Hongs

In AziÃ« zijn bedrijf en familie nog sterker vervlochten. Dat is zichtbaar in grote conglomeraten (Hongs) in Hong Kong waaronder CK Hutchison (Li) en Swire Pacific (Swire), in de chaebols in Korea met Samsung (Lee), LG (Koo) en Hyundai (Chung). SoftBank, de grootste Japanse houdstermaatschappij, heeft met Masayoshi Son Ã©Ã©n controlerende grootaandeelhouder. Son heeft het bedrijf radicaal getransformeerd van een telecombedrijf naar wat hij zelf een â??industriÃ«le houdstermaatschappij voor het AI-tijdperkâ?? noemt. SoftBank is voorzitter van het Stargate Project, een Amerikaans AI-infrastructuurinitiatief van 500 miljard dollar samen met OpenAI en Oracle. Daarnaast investeerde Son meer dan 30 miljard dollar in OpenAI, waarmee SoftBank een belang van circa 11 procent verwierf in het meest waardevolle niet-beursgenoteerde bedrijf ter wereld. De financiering kwam onder meer uit de verkoop van het volledige belang in Nvidia voor 5,8 miljard dollar. In februari 2026 meldde SoftBank een spectaculair winstherstel, mede dankzij waarderingsstijgingen in de OpenAI-positie.

Na de Tweede Wereldoorlog waren de Japanse familiebedrijven (de zaibatsu) waaronder Sumitomo, Mitsubishi, Mitsui en Yasuda door Generaal Douglas MacArthur ontbonden. Het keiretsu-systeem kwam daarvoor in de plaats. Niet langer geleid door de familie, maar wel met een bank in het midden, heeft dit systeem bijgedragen aan de dubbele zeepbel in Japan en het onvermijdelijke gevolg.

Remgro, Naspers en Prosus

Ook in Zuid-Afrika staan verschillende houdstermaatschappijen genoteerd, zoals PSG Group (familie Mouton) en Remgro (een afkorting van de Rembrandt Group, familie Rupert).

Vreemde eend in de bijt is Naspers (afkorting voor De Nasionale Pers Beperkt), een uitgever van kranten en al lang niet meer een familiebedrijf. Dit bedrijf laat zien hoe je als uitgever van kranten de digitale transformatie toch kan doorstaan. Naspers kocht in 2001 voor een kleine 30 miljoen euro een belang van 46,5 procent in het Chinese Tencent. In 2019 werd voor de internationale bezittingen een aparte notering geÃ¯ntroduceerd onder de naam Prosus aan de Amsterdamse beurs. Sindsdien hebben zowel Naspers als Prosus actief stappen ondernomen om de hardnekkige korting te verkleinen. Door geleidelijk het belang in Tencent af te bouwen (inmiddels circa 23 procent) en met de opbrengsten eigen aandelen in te kopen, wordt waarde per aandeel gecreÃ«erd. Toch blijft de korting aanzienlijk: medio 2025 handelde Prosus nog op een korting van circa 28 procent op de intrinsieke waarde en Naspers op circa 36 procent. De e-commerceportefeuille buiten Tencent, met bezittingen in India, Latijns-Amerika en Europa, is inmiddels winstgevend geworden en het management streeft naar minstens 1,1 miljard dollar aan ebitda in 2026. De nieuwe CEO Fabricio Bloisi, die eerder succesvol was als CEO van iFood, richt zich op consolidatie in de bezorgmarkt.

Governance houdstermaatschappijen

De betrokkenheid van een grootaandeelhouder of de familie zorgt van nature voor een betere governance. Hoewel die ook ten koste kan gaan van de kleinere aandeelhouders, gaat de grootaandeelhouder vaak voor de lange termijn. Dat, samen met de hiervoor genoemde voordelen inclusief de vaak forse korting op de intrinsieke waarde, zorgt op termijn voor bovengemiddelde rendementen. De afgelopen jaren is het instrument van de aandeleninkoop steeds populairder geworden als middel om de korting te verkleinen. Exor, Prosus en Berkshire Hathaway hebben laten zien dat consequente inkoopprogrammaâ??s effectief zijn, omdat elke ingekochte euro aan beurswaarde meer dan een euro aan onderliggende waarde vertegenwoordigt.

Intussen wordt het universum van houdstermaatschappijen mogelijk uitgebreid doordat Amerikaanse Big Tech-bedrijven onder toenemende mededingingsdruk staan. Alphabet werd in 2024 door een Amerikaanse rechter schuldig bevonden aan het illegaal in stand houden van een zoekmonopolie. Hoewel de rechter in september 2025 de eis tot verkoop van Chrome afwees, werden exclusieve distributievoordelen verboden en moet het bedrijf zoekdata delen met concurrenten. Het ministerie van Justitie is in beroep gegaan. Tegelijkertijd oordeelde een andere rechter dat Google ook op de advertentietechnologiemarkt twee illegale monopolies bezit, en de uitspraak over mogelijke structurele maatregelen, inclusief een mogelijke afsplitsing van de advertentie-exchange, wordt begin 2026 verwacht. Vergelijkbare antitrustprocedures lopen ook tegen Meta, Amazon en Apple. Als deze techgiganten al dan niet gedwongen onderdelen gaan afsplitsen, kan dat interessant zijn voor beleggers. Zelfs John D. Rockefeller vergaarde immers het grootste deel van zijn fortuin met het opsplitsen van Standard Oil.

Conclusie

De recente ontwikkelingen bij zowel Berkshire Hathaway, Fairfax Financial, Exor, SoftBank als Prosus laten zien dat houdstermaatschappijen in beweging zijn. De opvolgingskwestie bij Berkshire, de recordresultaten bij Fairfax, de portefeuillevereenvoudiging bij Exor, de radicale AI-transformatie bij SoftBank en het inkoopprogramma bij Prosus zijn stuk voor stuk strategieÃ«n om de korting te verkleinen en de governance te verbeteren. Voor de geduldige belegger blijft de structurele onderwaardering van houdstermaatschappijen een bron van bovengemiddeld rendement. Dan wordt het geheel ook voor beleggers sterker dan de som der delen.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via

www.aureus.eu/nieuwsbrief