

“Let all investment analysts be risk managers and the financial world will be a better place”

-deel 1-

Ja, ik had het mijn vrouw beloofd. Een opbeurend verhaal schrijven over de beleggingsleer. Maar dat gaat zo maar niet, zo blijkt. Ik was nog geen drie zinnen onderweg in deze column of ik raakte al weer van het goede pad. Een rondgang langs Fibonacci, Paccioli, Bernouilli, Knight, Keynes, Graham en Dodd, Markowitz, Sharpe, Fama, Kahneman leidt maar tot één conclusie. Beleggingsanalyse is zinloos. Tenzij je er het juiste doel aan koppelt. Kijk, dat nodigt uit tot lezen!



De klassieke basis: de waarde in de toekomst, de waarde nu

Beleggingsanalyse beoogt waarde te creëren uit het onderzoeken van de risico en rendement eigenschappen van bijvoorbeeld ondernemingen en de waardepapieren die ze gebruiken om zich te financieren. Er wordt geprobeerd een beeld te krijgen van de waarde van een belegging in de toekomst en de onzekerheid waarmee deze toekomstige waarde wordt omgeven. Dit gebeurt door de omstandigheden in kaart te brengen die van invloed kunnen zijn op deze waarde en onzekerheid. Een schijnbaar triviale aanname is hierbij het aannemen dat al deze kenmerken op afgewogen wijze worden weerspiegeld in de prijs die wordt betaald. Hoe zijn we tot dit idee gekomen?

Rekenen en het vastleggen van waarde

Ik passeer in sneltreinvaart de discountingsommen van Fibonacci en de dubbel boekhoudmethoden van Luca Paccioli om vol in de remmen te gaan bij de vaders van de traditionele beleggingsanalyse.¹ De ideeën van Paccioli over bezittingen, de schulden waarmee deze zijn gefinancierd, en het eigen vermogen dat hieruit resulteert vinden we

met alle financial accounting ratio's die hier van kunnen worden afgeleid terug in de hedendaagse jaarrekening van een bedrijf. Goedbeschouwd vormt dit begrippenkader een belangrijk deel van de kennisbasis waarmee de traditionele beleggingsanalyse tot 1952 de juiste waarde van een beleggingsobject probeert in te schatten. De ratio's geven op hun eigen manier een indicatie van de onzekerheid en het risico rondom het toekomstige eigen vermogen.

Beleggingsanalyse: een gecertificeerde activiteit

Deze op waardekenmerken gerichte benadering vinden we terug in het standaardwerk van Graham and Dodd: *Security Analysis* (1934). Hierin wordt een verfijnde ratio benadering beschreven om ondergewaardeerde aandelen op te sporen. Factoren worden hiertoe uitgesplitst naar *marktfactoren* als momentum, psychologie van de markt, marktmanipulatie, “hier en nu” *intrinsieke factoren* als omzet, dividend, assets, en “future value” factoren als management capaciteiten en product-markt kenmerken. Graham en Dodd droegen er met hun gestructureerde aanpak aan bij dat beleggingsanalyse zich van een “*hit-or-miss affair*”

ontwikkelde tot een “*certificated activity*” voor beleggingsanalisten.²

Opvallend genoeg was er in het meer dan 700 pagina's tellende boek van Graham en Dodd nauwelijks aandacht voor een kwantitatieve benadering van portefeuilleconstructie en voor diversificatie. Dit gold ook voor het inschatten van de onzekerheid van kasstromen in de toekomst, hetgeen toentertijd niet of nauwelijks gebeurde op basis van statistische informatie over de markt en de verhandelde effecten. “Het verslaan van de markt” was in die tijd daardoor minder een issue dan na 1952.

Je onzekerheid verbloemen

Vanaf dat jaar kwamen op de rug van de Markowitz' *Portfolio Selection* en het erop aansluitende *Capital Asset Pricing Model* statistische grootheden als verwachte waarde, varianties, alfa, beta, correlatie in gebruik als duiders van verwacht rendement en risico. “De” markt werd een issue. Gebruikmakend van statistische methoden en technieken kon de onzekerheid omtrent rendement en risico van vermogenstitels en de markt worden berekend, dacht men.

Gesteund door de opkomst van de dataordening en de reken capaciteit van computers, het neerhalen van handelsrestricties, het verbredende aanbod van schuldtitels, de verruimende informatievoorziening hieromtrent en de toename van het aantal beleggingsanalisten benaderden deze markten het theoretisch ideaalbeeld: perfect, compleet en efficiënt. Het begin van het einde van de traditionele beleggingsanalyse. Uiteindelijk zijn er drie redenen te benoemen voor deze ondergang.

Reden één: de informatie efficiëntie paradox

De paradox stelt dat in genoemde theoretisch ideale wereld geen meerwaarde te behalen valt voor individuele beleggingsanalisten. Totdat deze analisten ermee ophouden. Het bracht de al aangehaalde vader van de beleggingsanalyse, Graham, ertoe om in de jaren zeventig te stellen dat *"in the light of the enormous amount of research now being carried on, I doubt whether in most cases such extensive efforts will generate sufficiently superior selections to justify their cost."* En; *"the average manager of institutional funds could not obtain better results than stock market indexes, since that would mean that the stock market experts as a whole could beat themselves — a logical contradiction"*. Door de veelheid aan informatie en het grote aantal analisten tendeerde de markt naar informatie efficiëntie en dit is in de loop van de jaren alleen nog maar toegenomen. Dit is reden nummer één dat de toegevoegde waarde en toekomst van de individuele beleggingsanalist overzichtelijk werd: geen.

Reden twee: wat weten wij nou van "onzekerheid"? Niets dus.

Geheel in lijn met de eisen aan een column raffel ik deze belangrijke redenen af. Lees Knight (1921), lees Keynes (1936) en je wordt al vlug overtuigd van het feit dat wij de ware aard van onzekerheid en de breedte en diepte van onzekerheid helemaal niet kennen. De verschillende gedaanten van onzekerheid worden door Taleb (2007) nog eens uitvergroet in zijn vier kwadranten model. Als je deze overwegingen over onzekerheid tot je neemt dan is er maar één conclusie mogelijk; voorspellen is moeilijk, vooral waar het de toekomst betreft (dixit Niels Bohr). Het idee van waarde toevoegen door het voorspellen van toekomstige waarden van rente, valutakoersen, aandelenkoersen is zo beschouwd klinkklare nonsens.

Reden drie: We're as mad as a March hare

En alsof dit niet erg genoeg is, doen Kahneman en Slovic (1982) er nog een schepje boven op. Behalve de overbevolking in de analistenmarkt en de genoemde onmogelijkheid om alles te bevatten (op talloze plaatsen in hun werk aangehaald; samengebracht in Kahneman 2011) toonden Kahneman en Slovic met experimenten aan dat de mens niet is uitgerust met een Bernouilliaanse keuzemachine. Het ideaalbeeld dat Bernouilli schetste van een rationele beslisser die in staat is om uit een veelheid van alternatieven die keuze te maken die samen het meeste nut opleveren blijkt verre van waar. De overschatting van menselijke vaardigheden uit zich in structureel aanwezige overmoed en onvermogen. Knulligheid voor wat betreft het inschatten van de kwaliteit en kwantiteit van aanwezige informatie, het laten beïnvloeden van je mening door de mening van de groep, het ongelijk inschatten van winsten en verliezen van gelijke omvang, het verschillend reageren op identieke informatie voorgesteld in een verschillend "frame", de neiging om vast te houden aan hetgeen je hebt, het onvermogen om verliezen te nemen en goed presterende beleggingen aan te houden, het zelfbedrog van het geheugen, et cetera, et cetera. Dit alles draagt ondubbelzinnig bij aan het niet accuraat kunnen voorspellen van, bijvoorbeeld, de prijsontwikkeling van beleggingsobjecten. Kortom, al zou de analistenmarkt niet overbevolkt zijn al zouden wij mensen alle noodzakelijke informatie, bijvoorbeeld inzake beleggingsalternatieven, op een presenteerblaadje aangereikt krijgen, dan nog zouden we er niet optimaal gebruik van kunnen maken.

And to top it off...

Al deze redenen samen bieden een goede basis om te twijfelen aan het nut van beleggingsanalyse. Dit alles wordt nog eens ondersteund door het gegeven dat slechts bijzonder weinig actieve beleggingsfondsen (<20%) erin slagen om consistent hun benchmark te verslaan. Zelfs als we genoemde reden één zouden vergeten, dan nog blijft het tobben. Immers, ook in de markten van niet genoteerde beleggingen of van minder massaal gevolgde aandelen valt voor de daar wel aanwezige analisten lang niet altijd eer te behalen. Private equity manager, small cap managers, beide zichzelf als "snugger" profilerend; ook zij komen nauwelijks boven het maaiveld van de markt uit, tenzij gebruikmakend van leverage of andere methoden die de opbrengstverdeling scheeftrekken.

En dan, op het scheiden van de markt, is daar de redding.

Ik denk dat u wel duidelijk is in welk kamp ik verkeer. Aan mijn lijf geen babbelegogegjes. Maar je moet toch iets kunnen met al die verzamelde kennis over aandelen, obligaties, portefeuilles enzovoorts? (Al was het maar om mijn vrouw tevreden te stellen.) Jawel. Maar die is minder spectaculair. Door niet te focussen op rendement, maar op het beter begrijpen, beheersen en, waar onwetendheid heerst, beperken van beleggingsrisico's. Beleggingsanalisten moeten risicomangers worden. Hoe dat zou kunnen? Daarvoor ontbreekt hier nu de ruimte, maar in het najaarsnummer is het thema "beleggen met overtuiging". Ik beloof u dat ik daar ga duidelijk maken hoe overtuigend risicomangement daarbij past. ■

Michael Damm

Literatuur

- Kahneman, D., "Thinking, Fast and Slow", Farrar Strauss Giroux, New York 2011.
- Rubinstein, M., "A History of the Theory of Investments: My Annotated Bibliography", Wiley 2006.
- Kahneman, D., Slovic, P., Tversky, A., "Judgment under Uncertainty, Heuristics and Biases", Cambridge 1982.
- Graham, B., Dodd, D.L., "Security Analysis: Principles and Technique", McGraw-Hill 1934.
- Knight, F., "Risk, Uncertainty and Profit", Houghton Mifflin 1921.
- Keynes, J.M., "The General Theory of Employment, Interest and Money", Oxford University Press 1936.
- Taleb, N.N., "The Black Swan: the impact of the highly improbable", Random House 2007.

Noten

- 1 Een geschiedenisboek waarin de bouwstenen van de beleggingsanalyse worden beschreven is Mark Rubinstein's "A History of the Theory of Investments: My Annotated Bibliography".
- 2 Door genoemd boek, door bijdragen aan "The Analyst Journal", (later, 1945, The Financial Analyst Journal), en door zijn pleidooi voor het certificeren van beleggingsanalisten stond Graham de facto aan de wieg van het CFA Institute (1962).