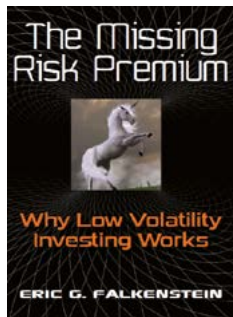


The Missing Risk Premium: Why Low Volatility Investing Works

Review door Pim van Vliet
Portfolio Manager bij Robeco



Eric G. Falkenstein
Uitgever: CreateSpace
Independent
ISBN 978-1470110970

Eric Falkenstein is een originele, breed geïnteresseerde financiële 'pracademic'. Hij heeft een academische achtergrond en past zijn kennis momenteel toe bij een commercieel bedrijf (Walleye Software). Hij promoveerde in 1994 aan North Western University en liet al in zijn proefschrift zien dat aandelen met een hoog risico een laag rendement hebben. Verschillende hoofdstukken uit zijn proefschrift zijn gepubliceerd, onder andere in de Journal of Finance. Na zijn promotie heeft hij jarenlang ervaring opgedaan als fondsmanager van een low-volatility strategie. Eerder schreef hij het boek 'Finding Alpha' over laag-risico beleggen en hij is actief blogger met veel aandacht voor low-volatility onderzoek. Hij kan daarom worden gezien als een van de pioniers op het gebied van 'low-volatility investing', dat sinds 2011 ook buiten Nederland nu in de wereld een snelle opmars maakt.

In het najaar van 2012 kwam een tweede boek van hem uit, getiteld The missing risk premium: why low volatility investing works. Op de voorkant staat de mythische eenhoorn die symbool staat voor de ontbrekende risicopremie. Het boek is ambitieus qua opzet en bevat ook afleidingen en bewijzen. Waarschijnlijk doet hij dit om te laten zien dat hij de klassieke theorie begrijpt en dat hij deze verwerpt omdat deze theorie de werkelijkheid niet beschrijft. Zijn boek begint met een samenvatting van 'Asset Pricing' (hoofdstuk 2) en vervolgens met empirische testen van het Capital Asset Pricing Model (hoofdstuk 3). Deze hoofdstukken vereisen wat meer voorkennis en kunnen daarom voor een gemiddelde lezer minder toegankelijk zijn. Hoofdstuk 4 is een erg sterk en uniek hoofdstuk waarin hij op vele manieren en voor veel markten (aandelen, obligaties, beleggingsfondsen, valuta's, films, boeken, vastgoed, loterijen) laat zien dat er geen risicopremie te vinden is. Dit hoofdstuk kan ook apart gelezen worden.

Falkenstein gebruikt de hoofdstukken 5-8 om zijn centrale hypothese te ondersteunen. Anders dan de klassieke nutstheorie stelt hij dat de mens zoekt naar relatieve status. De meerderheid van mensen verdient liever \$100k terwijl de rest \$90k verdient, dan \$110k terwijl de rest \$200k verdient. Anders gezegd, men is liever "iets rijker dan zijn

arme buurman" dan "iets armer dan zijn rijke buurman". In dit voorbeeld is afgunst/jaloezie sterker dan hebzucht. Falkenstein maakt het erg aannemelijk dat veel financiële keuzes meer door afgunst dan door hebzucht worden gedreven. Hij put ook voorbeelden uit de biologie waarbij het beter is voor het soort als individuen zich door afgunst laten leiden. Dit gaat in tegen de centrale hypothese dat de mens 'meer boven minder verkiest', welke aan de basis ligt van ongeveer alle economische modellen. En die modellen (zoals het CAPM) beschrijven de werkelijkheid niet goed. Dus of de data zijn niet goed of het model en de aannames zijn niet goed, zo stelt de auteur.

Het is niet zo bijzonder dat het CAPM wordt aangevallen, maar Falkenstein geeft ook een alternatief. Hij stelt voor om vanuit relatief nut asset pricing te benaderen en laat zien dat onder die aanname risico premies verdwijnen. Dat maakt het een interessant boek dat afsluit met een aantal praktische aanbevelingen in hoofdstuk 9. Beleggers raadt hij aan om de tracking error (afgunst) in te wisselen voor volatility als risicomaatstaf. Door te beleggen in low-volatility aandelen kun je profiteren van de afgunst van andere beleggers. Immers, laag-risico aandelen hebben vaak een hoge tracking error en blijven naar verwachting achter bij thematische bull markten. Ook in andere markten is dit principe toe te passen door bijvoorbeeld te beleggen in bedrijfsobligaties met relatief korte looptijd en laag risico. In het dagelijkse leven trekt hij dit principe door dat je niet teveel risico moet nemen maar slechts een beetje. Van je fouten leer je dus is risico nemen goed. Echter, als de belangen erg groot zijn dan is het meer dan verstandig om erg voorzichtig te zijn. Zeker als je leven op het spel staat of je gehele familiekapitaal. Je kunt het boek ook zien als een morele les, waarbij Falkenstein zijn lezers aanraadt om minder afgunstig te zijn. Dominee Falkenstein die preekt over het 10e Bijbelse gebod 'Gij zult niets begeren dat van uw naaste is'. ■

