

# Samenvatting van VBA scriptie

## Investeren nieuwe stijl

Auteur Bart de Rooij<sup>1</sup>

Op dit moment is *smart beta* (slim risico) een geveulegde term. Terecht? Wel als er risicofactoren zouden bestaan met een significant positieve invloed op rendement. Maar volgens mijn scriptie-onderzoek tonen de empirische feiten dit niet aan. Met andere woorden: meer risico nemen leidt niet automatisch tot meer rendement. Dat geldt niet alleen voor de factor marktrisico, maar ook voor andere algemeen bekende risicofactoren zoals *high minus low book to market (HML)*, *small- minus large-cap (SML)*, *momentum*, *reversal*, *illiquidity*, etc. Het hogere risico van strategieën op basis van al deze factoren is namelijk een gegeven, maar de 'risicopremie' is dat allerminst. Beleggen in risico is niet slim.

Wat wel slim is? Ik ben er altijd naar op zoek. Ook tijdens mijn scriptieonderzoek. Laag risico lijkt in ieder geval slim te zijn. Binnen dezelfde beleggingscategorie zijn het de laag risico investeringen die de hoog risico investeringen verslaan (ongeacht hoe risico wordt gemeten, zo blijkt uit mijn scriptieonderzoek). Een gegeven dat definitief afrekenet met de illusie van risicopremies. Natuurlijk, beleggers zouden bereid moeten zijn meer risico te nemen voor een hoger verwacht rendement. Maar we kunnen dit niet omdraaien. Het nemen van meer risico leidt niet automatisch tot een hoger rendement. Integendeel.

Opvallend is dat de wetenschappers die het laag risico effect onderzoeken en hebben gedocumenteerd, maar moeilijk lijken los te komen van het idee van risicopremies. Zij behandelen het laag risico effect als een *anomalie*, net zoals zij andere effecten uitleggen: aan de hand van afwijkende voorkeuren bij beleggers. In mijn scriptie laat ik zien dat wetenschappers de plank hiermee volledig mislaan. Wetenschappers verklaren het laag risico effect aan de hand van een afwijkende voorkeur bij beleggers voor hoog risico investeringen, waardoor zij de prijzen ervan te ver opdrijven. Dat vele beleggers een afwijkende voorkeur hebben voor hoog risico investeringen en daarmee de prijzen van hoog risico investeringen opdrijven, kan niet worden ontkend. De wetenschappelijke literatuur staat bol van de verklaringen voor dit gedrag (*leverage constraints*, *leverage aversion*, *stocks as*



*lotteries*, *agency problems*, *chasing returns*, etc.). Maar de vraag is: bestaat het laag risico effect dankzij of ondanks de afwijkende voorkeur bij beleggers voor hoog risico investeringen? Het laatste is m.i. het geval.

Als beleggers een afwijkende voorkeur hebben voor hoog risico investeringen, wie drukt dan de prijzen van hoog risico investeringen omlaag ten opzichte van laag risico investeringen zoals de feiten aantonen? Dezelfde beleggers met een voorkeur voor hoog risico? Dat is niet logisch. En wie duwt de prijzen omhoog van laag risico investeringen ten opzichte van hoog risico investeringen? Weer dezelfde beleggers met een voorkeur voor hoog risico? Dat is ook niet logisch. Vastgesteld kan worden dat het laag risico effect niet verklaard kan worden in een risicopremie-denkkader net zomin als het uitgelegd kan worden aan de hand van afwijkende voorkeuren bij beleggers. Een ander type logica werkt meer verhelderend, en op basis daarvan draag ik in mijn scriptie een andere verklaring aan voor het laag risico effect. Een korte uiteenzetting:

Welke krachten zijn groter in een markt waarin de prijs van laag risico investeringen gemiddeld meer wordt opgedreven dan die van hoog risico investeringen? De vraag naar laag risico investeringen en het aanbod van hoog risico investeringen of de vraag naar hoog risico investeringen en het aanbod van laag risico investeringen? Het eerste natuurlijk. Eenvoudige macro-economie. Dus hoewel sommige beleggers een voorkeur hebben voor hoog risico investeringen, heeft het merendeel van de beleggers en daarmee

de markt als geheel kennelijk een voorkeur voor laag risico investeringen.

Wat verklaart de vraag naar laag risico investeringen? De vraag stellen is 'm beantwoorden. De vraag naar laag risico investeringen is logisch te verklaren aan de hand van basisprincipes uit micro economie, macro economie, financiële economie en financiële gedragswetenschappen. In mijn scriptie sta ik daar uitvoerig bij stil. Kunnen we een effect dat het gevolg is van een grotere vraag naar laag risico investeringen die te verklaren is aan de hand van financiële basisprincipes een anomalie noemen, zoals vele wetenschappers doen? Lijkt mij niet. Sterker, dit doet onrecht aan de theoretische en praktische belangrijkheid van het laag risico effect.

De boodschap van mijn scriptie: beleggen nieuwe stijl is hard nodig. Veel portefeuilles worden ingericht aan de hand van de dimensie meer – minder risico. Maar het is niet extra risico dat extra rendement oplevert. Het is de extra vraag van beleggers naar bepaalde investeringen die extra rendement oplevert. Het idee van risicopremies is m.i. dan ook een illusie. Een belangrijke vraagbepalende factor is laag risico, maar natuurlijk zijn er veel meer vraagbepalende factoren. Kijk uit met risico verhogende factoren, want hoog risico zal tegenwind ondervinden van het laag risico effect. Of uw portefeuille nu 'smart beta' heet of niet. ■

#### Noot

<sup>1</sup> De auteur is zelfstandig beleggingsanalist en -adviseur, finebalance® investment management