

“Beleggen met overtuiging”

Assumption is the mother of all fuck ups!

Mijn zoon volgt een echte academische opleiding; natuurkunde. Al in zijn eerste jaar kwam hij thuis met een prettig empirisch-sceptische bril op zijn denk-neus. “Assumption is the mother of all fuck ups”, zo vertrouwde hij me droogjes toe na het zien van weer een televisie-econoom die zijn overtuiging debiteerde omtrent hoe-goed-het-zou-zijn-als-de-rente-ging-stijgen en vooral ook hoe-overtuigd-hij-was-dat-het-daadwerkelijk-zou-gebeuren. Dat leek me een mooi uitgangspunt voor een column over beleggen met overtuiging.



Starten we met een duiding van het casus belli: de overtuiging. Een overtuiging behelst een hypothese over een de facto niet waarneembare situatie. Een mate van geloofwaardigheid die toegekend wordt aan een onzeker feit. Een overtuiging ontstaat vaak uit, ik zeg het maar botweg, een gevoelde wanhoop of nog erger, een innerlijk gevoel. Hoe dat zo? Als belegger zijn we opgevoed met het idee om het beter te *moeten* doen dan onze soortgenoten op de markt. Onze neurale programmering maakt daarbij dat we onszelf meer capaciteiten toedichten dan onze concurrent (en ook meer dan dat we bezitten). Een vernietigende combinatie. Schrijven over beleggingsovertuigingen is een polemiek tussen de Bevlogen Romanticus en de Empirische Scepticus.

De Bevlogen Romanticus en de Empirisch Skepticus

Het romantische, “Himmelhoch-jauchend-zum-Tode-betrübt” gedrag, passend bij het nastreven van één allesverzengende liefde (overtuiging) is een veel voorkomend gegeven in de wereld van beleggers. De “wanhoop” zit verscholen in het feit dat we onze meerder-

waardigheid op beleggingsgebied willen uitdragen, liefst bewijzen, aan onze stakeholders of onszelf. De meerderwaardigheid levert zelfbevestiging, prestige en geld op. En dat bereiken in de beleggingswereld is moeilijk. Daar moet je allereerst een idee voor hebben: wat gaat beter dan gemiddeld renderen? De tegenhanger van de Bevlogen Romanticus, de Empirisch Scepticus, zal zichzelf willen kwellen met vragen en antwoorden die maar op één ding gericht zijn; het onderuit trekken van een overtuiging. Voor de liefhebber van deze op Popperiaans falsificeren van stellingen en overtuigingen gerichte aanpak is er voldoende gereedschap aanwezig.

Voorbeelden van overtuigingen

Een “overtuiging” ontstaat op het moment dat een rode draad in de cijfers en verhalen wordt ontwaard en er een fijn verhaal bij kan worden bedacht. In de praktijk kan dat uitmonden in de selectiecriteria van een strategie. Bijvoorbeeld. Value aandelen renderen beter dan Growth aandelen. Small Caps leveren meer op dan Large Caps, High Yield Bonds leveren meer rendement dan hun default risico vereist. “Smart” geselecteerde aan-

delenportefeuilles leveren een betere risico gecorrigeerd rendement dan gewone kapitaal gewogen indices. Het rendement en risico van Indirect onroerend goed is een goede proxy voor dat van direct onroerend goed. Aandelen geselecteerd op basis van ESG criteria leveren op termijn meer rendement dan aandelen die daar niet aan voldoen. Enzovoorts. Het werken met zo’n vaste overtuiging sluit vaak alternatieve beleggingen uit. Jammer, want als in de wetenschap iets is aangetoond dan is het wel dat winnende beleggingsstijlen elkaar in de loop van de tijd aflossen.¹ Aanhangers van dergelijk overtuigingen moeten niet worden verward met charlatans. Vaak geloven ze zelf in wat ze vertellen: true believers. Een belegger die vijf jaar lang zijn relevante index heeft verslagen begint te denken dat hij “het” echt kan. Ook het publiek herkent ze en als ze niet oppassen verwerken ze zelfverklaard of niet de “goeroe” of “beleggingsexpert” status. De academische wetenschap geeft echter veel aanwijzingen dat het verschil tussen skill en luck moeilijk aan te tonen is.

Wat gaat er fout?

De Romanticus droomt van de Heilige Graal. Een voor beleggingsovertuigingen belangrijke denkafwijking is de neiging tot patroonherkenning. Iets ruimer gesteld; ons hoofd zit zo in elkaar dat wij als romantische, optimistische mensen geneigd zijn om welgevallige informatie te zien als “waar” en als het enige bewijs van hun overtuiging. De “Google-wetenschap” draagt hier aan bij. Zoeken naar (een ondersteuning van) een vermoeden levert talloze hits op terwijl informatie die leidt tot een andere zienswijze onzichtbaar blijft in de zoekresultaten. Denk als voorbeeld aan de overtuiging dat “dolfijnen zwemmers in nood helpen door ze naar de kust te duwen”. Niemand heeft ooit de mening gevraagd van de zwemmers die verder naar open zee zijn geduwd. Dit wordt door Taleb het “verborgen bewijs” (van het tegendeel van een stelling) genoemd.

Het Platonische schisma en het verborgen bewijs

Veel van dergelijke valkuilen van verborgen bewijs komen voort uit onze on-kennis omtrent de onzekerheid waarmee beleggingen zijn omgeven. Taleb schetst onze on-kennis door het duiden van de Anti-bibliotheek van Umberto Eco. Een belezen mens met een enorme privé bibliotheek, maar niettemin gemeten naar het totaal van informatie nagenoeg onwetend. Dit wordt versterkt doordat veel onderzoekers in praktijk en theorie hun wijsheid zoeken onder de lantaren waarvan het licht brandt en door de peer pressure worden verleid “to go with the flow”. Afwijkende academische gedachten worden moeizaam geaccepteerd door de gerenommeerde bladen. Veel van dergelijke bladen voeren onbewust (?) een papegaai in plaats van een spotvogel in hun wapen.

Een rat in het zwembad...

Onze zelfoverschatting, confirmatiedrift en drang tot gelijk krijgen hebben nóg een kwalijke implicatie. Ze versterken de “afraid to cut losses” bias. Dit kan ook zo maar eens neutraal bepaald zijn. Ratten die, rondrijvend in een zwembad, een signaal hebben gekregen alsnog gered te kunnen worden blijven een volgende keer langer doorzwemen dan ratten die dat signaal niet hebben gekregen. Dat instinct hebben mensen ook: “het kan altijd nog goed komen”. Beter ten halve gekeerd dan ten hele gedwaald is geen populaire uitspraak bij “overtuigde” beleggers.

Verliefd, op de schoonheid van wiskundige modellen.

Vaak volgt de verknochtheid aan een overtuiging uit de schoonheid en het mysterieuze karakter van de ter ondersteuning van de overtuiging gebruikte wiskundige modellen. Een “wiskundig minderwaardigheidscomplex”, hand in hand met een “argumentum ad verecundiam” zorgt ervoor dat formules met een overdaad aan Griekse tekens voor waar worden aangenomen. We moeten nu toch beter weten. Een model is echter een al dan niet nauwkeurige weergave van een werkelijkheid en niet andersom. Nauw hiermee verbonden is het vertrouwen op het wederkerend karakter van historische data. Al dan niet tevoorschijn getoverd in de parameters van ARCH, GARCH, TGARCH of andere processen. Data liegen niet, maar ze vertellen ook niet de hele waarheid. Hoe complex het model ook bepaalde karaktereigenschappen van beleggingen blijven verborgen. Meten is in die zin weten, maar niet alles weten. Punt is wel dat de door mij geschetste negatieve houding gebukt gaat onder de Cassandra tragiek. Als er beleggers zijn die in staat zijn om “de toekomst te voorspellen” dan zullen zij, als Cassandra, niet geloofd worden. Tijdseries die beleggingsstrategieën achterlaten zullen altijd te kort zijn om hun gelijk te bewijzen.

Is er dan geen hoop voor beleggen met een overtuiging?

Nou ja, wie weet. Afgelopen week las ik een artikel over het Pecunian Smart Alpha fund, een in Boston gestationeerd hedge fonds. Sinds 2008 behaalde het fonds een netto rendement van ruim 1.5% boven dat van de Barclay HFI. Fondsmanager Nathan Parker-Smith beschrijft ter gelegenheid van de introductie van de Euro versie de strategie die de resultaten vanaf 2009 mogelijk maakt in een interview met Hedged Money. Parker-Smith is wiskundige en een doctor of philosophy. Het knappe van de strategie is dat ze herhaalbaar is. Deze herhaalbaarheid volgt uit het verbindend principe tussen filosofie en bedrijfsontwikkeling dat Parker-Smith heeft blootgelegd.

Het is denkbaar dat ik u daar toch te pakken had. Nog geen pagina na de wijsheid van mijn zoon en mijn geknor was u in gedachten al onderweg naar het internet om bovenstaand, verzonnen, verhaal te zoeken. Nee, mijn overtuiging is dat “beleggen met een overtuiging” niet bijdraagt aan het bereiken van de werkelijke doelen van een belegger. Het is te vaak een dogmatische wens-put die de belegger verhindert om over de rand van

zijn eigen ideeën te kijken. Het beperkt de beleggingsmogelijkheden en werkt het niet onder ogen zien van risico's in de hand.

Wat moet je dan wel als belegger?

Eigenlijk is het “boring”. Ik eindig mijn verhaal waar ik het verhaal in het zomernummer begon: Let All Investors be Risk Managers, and the Financial World will be a Better Place. De enige overtuiging die daar bij past is: geen overtuiging aanhangen. U denkt nu wellicht “dan wordt beleggen wel heel erg technocratisch en saai”. Juist. U begint het te leren. ■

Michael Damm

Noot

- 1 Veel beleggingshuizen hebben dit probleem opgelost door aparte fondsen voor de verschillende strategieën naast elkaar aan te bieden: altijd prijs. Dat is voor hen een goed model omdat hun verdiensten afhangen van AUM en zij niet worden gestraft voor underperformance.