

# Een werkelijkheid van kompas, koers en haven

Auteur  
Ruben van der Lecq'

*Investeren met overtuiging. Dat roept bij de lezer waarschijnlijk direct een beeld of associatie op. Voor de verschillende lezers van dit nummer zijn die beelden onderling verenigbaar, complementair of aan elkaar tegengesteld. Dat is op zich niet erg, aangezien die realiteiten naast elkaar kunnen bestaan. Essentieel wordt daarmee echter het definiëren van het kader rondom 'investeren met overtuiging'. Alleen als de lijnen waarlangs genavigeerd kan worden helder zijn, kan er begrip worden opgebracht voor de verschillende perspectieven.*

Daarvoor zal eerst stilgestaan worden bij de taalkundige betekenis van het thema. Vervolgens wordt langs de lijnen van filosofische visies en economische theorieën de impact van bepaalde grondaannames geschetst. Aannames die doorwerken in de richting die het kompas wijst. Het belang van een duidelijke koers en de impact van de storm onderweg komen daarbij aan de orde. Evenals de benodigde competenties van de stuurman. Investeren met overtuiging blijkt daarmee vooraf al geen vrijblijvende opgave.

## Herkomst

Investeren is ontleend aan het Engelse 'invest' en betekent dat resources gealloceerd worden met een lange termijn doel in ogenschouw. In de beleggingspraktijk houdt dit veelal in dat mensen en middelen worden aangewend om winst te realiseren op een vermogen. Afhankelijk van het soort belegger wordt die winst vervolgens toegeschreven aan de eigen of gemene rekening. Dat is tenminste zo

wanneer het gaat om private investeringen, want voor publieke investeringen gelden vaak hele andere doelstellingen. Die verschillen in doelstelling zijn interessant. Ze leggen namelijk een belangrijk verschil in overtuiging bloot. Waar winst (maximalisatie) de voornaamste doelstelling van de private investering vormt ligt het accent van de publieke investering meer op 'maatschappelijke meerwaarde'. Publieke investeringen zijn dan ook veelal investeringen waar de markt geen brood in ziet, maar die in het kader van algemeen nut of noodzaak van belang zijn. Binnen private investeringen neemt de belangstelling voor 'maatschappelijke meerwaarde' echter toe. Naast governancemodellen die meer ruimte bieden aan het volledige pallet aan stakeholders reflecteren uitsluitingen van bepaalde sectoren of firma's, duurzaamheidslabels en aandeelhoudersactivisme een tendens die neigt naar 'maatschappelijke meerwaarde'. De vraag is dan ook of klassieke finance theorieën nog altijd de juiste definitie hanteren. De aanwending van mensen en middelen met winstbejag als doelstelling (Tirole, 2006) lijkt niet langer meer een volledige weerspiegeling van de overtuiging van de meeste beleggers.

Overtuiging is daarentegen een abstracter fenomeen en kent diverse duidingen. Uiteenlopend van neutrale beschrijvingen als 'beginsel' tot uitingen die het karakter meer weerspiegelen zoals 'vaststaande mening' en 'zienswijze'. 'Een hypothese over een onwaarneembare situatie' en 'mate van geloofwaardigheid die toegekend wordt aan een onzeker feit' passeren verder de revue. Het zijn met name de laatste twee beschrijvingen die interessant zijn in het investeringskader, omdat aannames omtrent de realiteit al binnen de definitie vallen.

De echte opgave wordt pas goed zichtbaar wanneer 'investeren' en 'overtuiging' met elkaar in verbinding worden gebracht. Investeren herbergt al de



overtuiging in zich dat er winst kan worden behaald met de inzet van mensen en middelen. Investeren met overtuiging is daarmee ofwel een tautologie, danwel een aanvulling op deze initiële winstdoelstelling. Het laatste lijkt daarom aannemelijk. ‘Investeren met overtuiging’ houdt dus in dat er naast de doelstelling van winst (maximalisatie) een aanvullend kader gehanteerd wordt waarin rekening wordt gehouden met ‘maatschappelijke meerwaarde’. Over de exacte inhoud van een dergelijk kader bestaan verschillende opvattingen.

## *Investeren met overtuiging is een kwestie van parallelle werkelijkheden, die bestaan omdat ze een verschillend referentiepunt als grondslag nemen*

### **Simultaan navigeren**

Dat is geen nieuw verschijnsel. Over de betekenis en inhoud van wat maatschappelijk relevant of gewenst zou zijn wordt al sinds het begin van de filosofie uiteenlopend gedacht. In de beleggingspraktijk is die discussie niet anders. Verschillende zienswijzen bestaan rondom het behalen van rendement. Meerdere wegen leiden ook daadwerkelijk naar rendement. Welke wegen dat zijn valt alleen achteraf met zekerheid te zeggen. De markt bepaald daarmee niet wie er gelijk heeft, maar wie er gelijk krijgt. Het is een kwestie van verschillende realiteiten. Realiteiten die naast elkaar kunnen bestaan. Op een kompas staan de richtingen noord, oost, zuid en west. Dat zijn realiteiten die simultaan bestaan. Ze worden echter pas relevant bij het inzetten van een koers.

### **Maakbaarheid**

Plato is de eerste die zich waagt aan het beschrijven van de realiteit. Hij brengt de idee rondom realiteit onder in de ‘vormen’ en ‘verschijning’. De ‘vormen’ zijn het ideaalbeeld, die in realiteit worden benaderd door de ‘verschijning’. De werkelijkheid kan daarmee weliswaar de ‘vorm’ benaderen, maar blijft hier tegelijkertijd altijd bij achter. Het ideaal van de maakbare wereld lijkt hiervan een directe afgeleide. Ieder utopisch ideaal kan daarin worden gevangen en voorgesteld als ‘vorm’. In werkelijkheid zal de realiteit dit ideaal kunnen benaderen, maar er op asymptotische wijze van blijven verschillen. Het zal daarmee dus nooit een op een corresponderen, maar vormt in het beste geval een benadering. Dit maakbaarheidsdenken is van origine sterk ingevoerd in de traditie van politieke partijen, waarbij links en rechts verschillende denkbeelden hebben rondom de ‘vorm’ van de maatschappij.

De politiek heeft echter geen monopolie op deze manier van denken. Ook binnen de beleggingsmarkt zijn verschillende fundamentele opvattingen aanwezig die bepalend zijn voor de ‘vorm’ van het portfolio. Een soms welhaast utopisch geloof in de veiligheid van Amerikaanse staatsobligaties, de werking van de vrije markt en de rationaliteit van beleggers zijn hier slechts een aantal voorbeelden van (voor achtergronden zie Achterhuis, 2010; Bremmer, 2010). Voorbeelden waarbij de ‘vorm’ en ‘verschijning’ verschillen en de mate hiervan afhankelijk is en versterkt wordt door de samenhang tussen de verschillende ‘vormen’ en ‘verschijningen’. De concrete uitwerking hiervan is met name goed terug te zien in het fenomeen van financiële modellering. Financieel economische modellering steunt traditioneel gezien op gesloten systeem redeneringen (Andrikopoulos, 2012). De werkelijkheid wordt daarbij met aannames gereduceerd tot een gecontroleerde laboratorium omgeving. Niet alle variabelen zijn daardoor opgenomen of bepaalde aannames blijken simpelweg onjuist. Dit betekent dat modellen worden vormgegeven met aannames over de werkelijkheid, die in de werkelijkheid geen stand houden. Voor de drie eerder genoemde opvattingen betekent dit nogal wat. Zo is de risk free rate verbonden aan de niet risicovolle Amerikaanse staatsobligatie. Het perfecte markt model weerspiegelt tegelijkertijd de imperfect werkende en gereguleerde ‘vrije markt’. Een markt waarin in theorie volkomen rationele beleggers allen op basis van dezelfde informatie volstrekt berekende keuzes maken. Een korte analyse van een van de financiële hoekstenen op het gebied van waardering maakt dan ook acuut korte metten met deze werkelijkheden. Zo zijn veel van de aannames binnen CAPM (Sharpe, 1964) in werkelijkheid niet van toepassing (Andrikopoulos, 2012). De aannames rondom markt en participant gaan uit van evenwicht, hetzij in de vorm van vraag en aanbod, danwel in de beschikbaarheid van informatie.

Crashes en bubbels wijzen er echter op dat deze balans niet altijd bestaat. De voorstelling die Schumpeter (1939) hiervan geeft met de idee van ‘creatieve destructie’ biedt een aardige verklaring voor de werking hiervan. Nieuwe innovaties leiden veelal tot tijdelijke monopolies. De premium die hiermee verdient kan worden trekt echter snel volgers. Daardoor stijgt het aanbod. Kwaliteit is echter maar beperkt beschikbaar en dus dient de volgende innovatie zich aan. Voor financiële producten leidt dit veelal tot de innovatie van herverpakken (het combineren van assets van uiteenlopende kwaliteit). Wanneer alle vragers voorzien zijn volgt na verloop van tijd een omslagpunt. Een hogere omloopsnelheid en een overschot van aanbod ten opzichte van de vraag hebben daarmee een crash als logisch gevolg. De sub-prime crisis van 2007 vormt hiervan een al bijna achterhaald voorbeeld, waarvan we nu lachend zeggen dat we dat niet meer laten gebeuren. Exact dezelfde ontwikkelingen vallen nu echter te zien bij andere beleggingscategorieën.

Bubbels en crashes horen er bij. Evenwicht is slechts een tijdelijke illusie.

Eveneens een illusie is de gelijke beschikbaarheid van informatie aan alle marktparticipanten. Geconcentreerde beleggingsstrategieën (of overweging) wijzen op het bestaan van informatieasymmetrie. Het is immers alleen zinvol om beperkt(er) te diversificeren als de beschikbare informatie beter is dan die van de rest. Dit verschijnsel is met name goed zichtbaar bij de exploitatie van lokale marktkennis (Ivkovic en Weisbenner, 2005). Niet voor niets hebben veel beleggers in zekere mate een home bias.

## *Financiële modellering biedt daarmee in ieder geval geen volledig beeld van de realiteit*

Binnen CAPM wordt verder uitgegaan van rationele beleggers die zich laten leiden door winstmaximalisatie. Daarmee voorbijgaand aan het bestaansrecht van andere overtuigingen. Problematischer is echter dat dit principe investeringsbeslissingen terugdringt tot een tweedimensionale werkelijkheid, waarbij risico en rendement dimensies zijn die vrijwel een op een corresponderen met elkaar. Daarbij geheel voorbijgaand aan de dimensie van onzekerheid waarin tal van andere variabelen hun uitwerking hebben (Schumpeter, 1939).

Tenslotte worden beleggers weggezet als prijznemers, terwijl grote transactievolumes in werkelijkheid invloed kunnen hebben op de prijsvorming. Daarmee contrasteren de aannames met de daadwerkelijke werking van de financiële markten. De ‘verschijning’ (realiteit) blijft daarbij achter bij de ‘vorm’ (model). Meer uitvoerige modellen met aannames die de werkelijkheid meer weerspiegelen zijn weliswaar betere benaderingen, maar zijn nog altijd onderhevig aan onzekerheid. Aangezien onzekerheid niet volledig is te modelleren, valt tevens de conclusie te trekken dat er sprake is van een modelleringsprobleem. Financiële modellering biedt daarmee in ieder geval geen volledig beeld van de realiteit. Het gevolg is dat beslissingen soms achteraf worden betreurd, omdat de gemodelleerde werkelijkheid verschilt van de praktijk (Jablonowski, 2007).

### **Tegenmaatregelen**

Een alternatieve werkelijkheid die tegemoet komt aan de modelleringsproblematiek is die van het stoïcisme. In tegenstelling tot Plato gaat het stoïcisme niet uit van maakbaarheid, maar van het inzetten van tegenmaatregelen als antwoord op veranderende omstandigheden. Daarmee richt de filosofie zich niet zo zeer op een gewenste situatie, maar op het anticiperen op wisselende condities. De filosofische inslag heeft daarom meer raakvlak met

Schumpeter’s idee van ‘creatieve destructie’.

Bubbels, crashes en onvoorziene gebeurtenissen horen er bij de stoïcijnse benadering nu eenmaal bij. Financiële modellering zou voor hen dan ook een veel minder prominente rol spelen. Wat wel belangrijk is binnen deze zienswijze is koers houden. Storm onderweg hoort er bij, maar het is zaak dat de juiste haven wordt bereikt. De stip op de horizon staat voorop. Emoties dienen daarom zo veel mogelijk te worden uitgesloten, zodat rationele beslissingen kunnen worden genomen in lijn met de ingezette koers. Mitigerende maatregelen, draaiboeken en scenarioplanning zijn daarmee zaken die op de voorgrond staan. Aangezien het uitgangspunt juist is dat de werkelijkheid onzeker is, ligt de focus op ‘bijsturen’. Actief tegenmaatregelen inzetten. Hiervan zijn diverse varianten denkbaar.

Een belangrijk probleem ten aanzien van deze realiteit is het gebrek aan rationaliteit bij beslissers in de praktijk. Onderzoek laat zien (Simon, 1979; Kahneman & Tversky, 1979; Kahneman, 2002; Andrikopoulos, 2012) dat mensen slechts beperkt rationeel handelen. In eerste instantie richtte het onderzoek zich daarbij vooral op het cognitieve. Diverse biases die een rationeel oordeel in de weg zouden kunnen staan werden daarbij geadresseerd. De voornaamste daarvan zijn die ten aanzien van representativiteit, beschikbaarheid en referentie (Kahneman & Tversky, 1979). Samenvattend beschrijven zij de neiging om toekomstige ontwikkelingen te baseren op gegevens en ervaringen uit het verleden, op basis van direct beschikbare informatie en geframed binnen een acceptabele werkelijkheid. Dat laatste heeft met name betrekking op de risicoaversie. Experimenten hebben in dat kader laten zien (Kahneman & Tversky, 1979) dat de risicobereidheid toeneemt naarmate verliezen nog niet met zekerheid als zodanig kunnen worden bestempeld. Onzekerheid resulteert daarbij in het nemen van meer risico, omdat het nemen van verlies zo lang mogelijk wordt uitgesteld. Opwaardere mogelijkheden worden tegelijkertijd overschat.

Naast cognitieve biases die een volledig rationeel oordeel in de weg staan, zijn er tevens carrièretchnische beweegredenen die beleggen met overtuiging in de weg kunnen staan. In een reputatiegevoelige markt kunnen korte termijn beslissingen, betere lange termijn beslissingen soms overvleugelen (Stein, 2003). Dit geldt voor de interne reputatie, maar ook zeker die ten aanzien van trackrecord. Verder kunnen in essentie onwenselijke beslissingen door kuddegedrag toch worden genomen (Stein, 2003). Hierbij valt te denken aan beslissingen die buiten de eigen overtuiging vallen, maar te mooi lijken om niet aan mee te doen. Effecten ten aanzien van de overtuiging kunnen daarmee onder meer zijn dat er te laat wordt ingestapt in een reeds overgewaardeerde markt. Prangender zijn echter de beleggingsbeslissingen die de kern van de overtuiging raken en bijvoorbeeld lijnrecht tegen ethische richtlijnen indruisen. Dit kuddegedrag kan door relatieve performance worden versterkt (Stein,

2003) en laat dat nu juist de maatstaf zijn waarin prestaties binnen de beleggingsmarkt veelal worden afgemeten.

## Financiële werkelijkheid

Als extra moeilijkheid bestaat er echter een koers waar de belegger rekening mee moet houden, los van het eigen kompas. Dit betreft de regulerende realiteit. De toezichthouder heeft namelijk voor diverse beleggers een aantal kaders bepaald waaraan de overtuiging dient te voldoen. Bepaalde bandbreedtes staan hierdoor vast, los van de overtuiging die de belegger zelf heeft.

Het speelveld omtrent overtuiging beperkt zich verder niet alleen tot beleggers onderling en beleggers met de toezichthouder. Er zijn meerdere overtuigingen, waarmee de belegger van doen heeft. Afhankelijk van het soort belegger kent dit krachtenveld een bepaalde omvang en hoeveelheid spelers. Een overtuigend spanningsveld is bijvoorbeeld dat rondom pensioenfondsen. Waar het pensioenfonds zelf wellicht initieel streeft naar een zo groot mogelijk resultaat op het beheerd vermogen zijn er andere overtuigingen die een sterke invloed uitoefenen. De pensioendeelnemer wil een zo hoog mogelijk pensioen, maar niet tegen elke prijs. Aanvullende eisen rondom maatschappelijke verantwoordelijkheid of ethische keuzes worden in toenemende mate verwacht. Daarnaast laat ook de overheid zich niet onbetuigd. Zo is de discussie rondom meer investeren binnen Nederland de laatste tijd weer een aantal malen opgelaaid. Waar het pensioenfonds zich in dit kader laat leiden door een juiste spreiding van risico van het beheerd vermogen, spelen voor de overheid veel meer sociaaleconomische motieven en voor de deelnemer de hoogte van de uitkering alsmede de wijze waarop deze verkregen zijn. Desalniettemin is de pensioenbestuurder degene die het kompas afleest, en koers uit dient te zetten naar de juiste haven. Welke keuzes daarvoor nodig zijn hangt af van het karakter en doelstelling.

De realiteit van Plato en die van de Stoïcijnen bieden daarvoor afzonderlijk geen volledig antwoord. Om koers te kunnen zetten naar de gewenste haven is het noodzakelijk door een bril te kijken die het

beste van beiden combineert en de onderlinge zwakten ondervangt. Financiële modellering biedt in zekere mate handvaten om mee te navigeren. Datzelfde geldt voor het inzetten van tegenmaatregelen om wisselende condities te mitigeren. Gezamenlijk bieden de twee zienswijzen het navigatiegereedschap om koers te kunnen houden.

## Conclusie

Investeren met overtuiging is een aanvulling op de klassieke finance benadering. De doelstelling van winst (maximalisatie) wordt daarbij aanvullend ingekaderd met de doelstelling 'maatschappelijke meerwaarde'. Bij het uitzetten van een koers bepaalt de realiteitsbril daarbij voor een belangrijk deel de grondaanname die doorwerken in het daadwerkelijke koers houden. De klassieke visies van Plato en de Stoïcijnen geven inzage in twee uiteenlopende manieren van denken rondom de invulling van het navigeren. Aangevuld met economische theorieën laten zij de mogelijkheden en onmogelijkheden zien die samenhangen met een van deze perspectieven. De financiële werkelijkheid blijkt na analysering te dynamisch om volledig te kunnen leunen op financiële modellering. Tegelijkertijd biedt een volledig rationele benadering van tegenmaatregelen een onvolledig antwoord. Een gecombineerd perspectief schetst echter de lijnen waarlangs genavigeerd kan worden. Het belang van proactief koers houden vormt daarmee de essentie van 'investeren met overtuiging'. Dat is een uitdaging in een maatschappelijk krachtenveld waar andere overtuigingen en realiteiten tegelijkertijd bestaan die de navigatiemogelijkheden kunnen beperken. Besluitvaardigheid, leiderschap en doorzettingsvermogen zijn daarom onontbeerlijk. Investeren met overtuiging gaat daarmee niet zo zeer over welke werkelijkheid de juiste is. Het gaat om het afstemmen van de overtuiging op de weercondities om naar de juiste haven te navigeren. Daarbij is niet alleen het eigen waardeoordeel van belang, maar dient eveneens rekening gehouden te worden met de extern waargenomen realiteit. Naast het uitzetten en vasthouden van een koers is de communicatie hierover daarom een essentieel onderdeel van overtuigend investeren. Behouden vaart gewenst! ■

### Literatuur

- Achterhuis, H. (2010). De utopie van de vrije markt
- Andrikopoulos, A. (2012). Financial economics: objects and methods of science. *Cambridge Journal of Economics*, 37, 35–55
- Bremmer, I. (2010). The end of the free market
- Jablonowski, M. (2005). High-Risk Decisions When Probabilities Are Unknown (or Irrelevant). *Risk Management*, 7, 57–61.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47, 263–292.
- Kahneman, D. (2002). Maps of bounded rationality. Princeton University,

- Department of Psychology, Princeton, NJ 08544, USA.
- Schumpeter, J.A. (1939). Business Cycles
- Schwenk, C.R. (1984). Cognitive Simplification Processes in Strategic Decision-Making. *Strategic Management Journal*, 5, 111–128.
- Sharpe, W.F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19, 425–442.
- Simon, H.A. (1979). Rational Decision Making in Business Organizations. *The American Economic Review*, 69, 493–513
- Stein, J.C. (2003). Agency, information and corporate investment

- Tirole, J. (2005). The theory of corporate finance
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1973). Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability. *Cognitive Psychology* 5, 207–232
- Warburton, N. (2012). A little history of philosophy

### Noot

- 1 Ruben van der Lecq Msc is oprichter van CONSCIOUS. Als onafhankelijk risicobeoordelaar, waardeert hij vastgoedportfolio's van institutionele beleggers en stelt hen in staat kompas, koers en haven op elkaar af te stemmen.