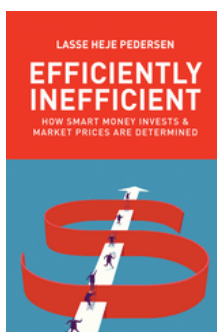


Efficiently inefficient: de jacht op out performance in een rationeel kader

Review door Jaap Koelewijn, Zelfstandig Adviseur Financieel Denkwerk



Auteur: Lasse Heje Pedersen
Uitgever: Princeton University Press, 2015
ISBN: 9780691166193

Zelfs de geestelijk vader van de efficiënte kapitaalmarkttheorie plaats zijn eigen bevindingen in een relativerend kader. Eugene Fama, elke student krijgt zijn theorie over de efficiënte kapitaalmarkt, standaard in zijn of haar opleiding. Als alle informatie in de prijzen verwerkt zit, dan heeft het geen enkele zin om beleggingsonderzoek te doen. De financiële markten zouden tot stilstand komen en slechts heel af en toe zouden de prijzen wijzigen. Maar juist als niemand nog onderzoek doet, heeft het zin om het wel te doen. De markt wordt juist efficiënt omdat beleggers wel informatie verzamelen en op basis daarvan handelen. De Deens-Amerikaanse econoom Lasse Heje Pedersen plaatst in zijn boek *“efficiently inefficient”* de discussie over de efficiënte kapitaalmarkt in een breder kader. Hij richt zich daarbij zowel op de belegger en diens gedrag en op de ontwikkelingen op de kapitaalmarkt. De combinatie van deze twee invalshoeken maakt het boek op zichzelf al lezenswaardig. Veel academisch onderzoek richt zich alleen maar op de prijsvorming. Er zijn talloze event studies die aantonen dat de markten tijdelijk uit evenwicht waren. Ook zijn er talloze analyses van inefficiënties. Pedersen stelt terecht dat dat maar een deel van het verhaal is. Vaststellen dat de markten inefficiënt zijn is één, maar de vraag is dan hoe je als belegger daarvan op een systematische manier zou kunnen profiteren. Hij ontwikkelt in zijn boek een analytisch kader dat de belegger houvast geeft voor de inrichting van zijn beleid.

Maar laten we eerst naar het deel van het boek kijken waar de actieve belegger als eerste naar zal kijken. Welke vormen van actief beleid zijn er nu precies? Pedersen richt zich daarbij met name op de hedgefondsen. Dit zijn immers de fondsen die de meest expliciete strategieën implementeren. Hij zoekt naar verklaringen voor de actieve alfa strategieën. In het tweede deel van zijn boek geeft hij een diepgaand overzicht van de verschillende strategieën. Hij behandelt bijvoorbeeld de short-sellers, managed futures en kwantitatieve strategieën. Elke keer weer stelt hij de vraag welke imperfectie de beleggers exploiteren. Daarnaast interviewt hij een aantal goeroes. Soros, Scholes en Paulson, om er maar een paar te noemen, delen hun inzichten.

In het derde deel van zijn boek bespreekt hij een aantal beleggingsstijlen. Waardebeleggen, kwaliteits aandelen en carry trading en nog een groot aantal andere stijlen worden gefileerd. Het interessante is dat Pedersen per stijlsoort de vraag stelt welke inefficiëntie er wordt geëxploiteerd. Wie zijn kennis wil verdiepen, wordt in het tweede en derde deel van het boek op zijn wenken bediend.

Tot op zekere hoogte presenteert Pedersen in het tweede deel materiaal dat de meeste ervaren beleggers wel zullen kennen. Hij zet het allemaal keurig in een kader en hij koppelt een economische verklaring aan bepaalde stijlen. In mijn optiek is het eerste deel van het boek het interessantste. De vraag die voorligt, is hoe beleggers op een rationele wijze om moeten gaan met inefficiënties. Het benutten van inefficiënties kost ook geld. De beleggers moeten een afruil maken tussen de middelen die ze vrijmaken om hetzij goede managers te zoeken hetzij zelf te gaan beleggen. Zij zullen zoekkosten maken tot het punt bereikt wordt dat er geen additioneel rendement meer te behalen valt. Dit uiteraard gegeven het risico.

De benadering van Pedersen is niet echt nieuw. Verschillende andere economen hebben al eerder de link gelegd tussen het maken van zoekkosten en het realiseren van een positieve opbrengst. Joseph Stiglitz, Diamond en Dybvig en uiteraard Aroow – van de adverse selectie – behandelen dit thema al eerder. Wat Pedersen toevoegt is een verklaring voor de te maken zoekkosten en de mate waarin de markt inefficiënt is. Hij reikt – en daarvoor zult u het boek moeten lezen – een aantal instrumenten aan waarmee de belegger betere keuzes kan maken.

Het boek van Pedersen valt wat mij betreft voor professionals in de categorie verplichte kost. Hij legt de inefficiënties op een inzichtelijke wijze bloot. Het gaat hem niet om ‘geloven’ versus ‘niet geloven’ in actief beleggen. Hij geeft feiten en verklaringen en hij helpt de belegger een eind op weg met de praktische invulling. Voor beleggers die hun investment beliefs weer eens onder de loep willen nemen, is het boek een gids voor verdoolden. ■