

# We hebben beleggers met ballen nodig

*Als hoofdstrategist bij vermogensbeheerder Kempen en hoogleraar Beleggingstheorie en Vermogensbeheer in Groningen zit Roelof Salomons op de ideale plek om de praktijk en de theorie van beleggen met elkaar te verbinden. Bij Kempen is hij verantwoordelijk voor de strategische en tactische beleggingsallocatie. Zijn ervaringen uit de beleggingswereld neemt hij mee de collegezalen in, waar hij studenten in de eindfase van hun masterstudie kennis laat maken met de praktijk. In zijn oratie, "De waan voorbij", onderbouwde hij al waarom hij beleggen op de korte termijn pure speculatie vindt en betoogde hij dat rendementen op de lange termijn wel degelijk tot op zekere hoogte voorspelbaar zijn. Een gesprek over actief en passief beleggen, het nut en de rol van de actieve vermogensbeheerder en over wat uitzonderlijke beleggers uitzonderlijk maakt.*

## Financieel onderwijs is belangrijk

*Je bent een hoogleraar die voornamelijk in de praktijk werkt, een zogenaamde "pracademicus". Waar zie jij de toegevoegde waarde van de aanstelling van een hoogleraar die voornamelijk in de praktijk werkt?*

Als hoogleraar moet je soms ook uit je ivoren toren komen om om in de echte wereld te gaan kijken. Het is goed voor de academische wereld om theorieën te toetsen aan de werkelijkheid. Iedereen kan een backtest produceren en vervolgens een product in de markt zetten. Eén van de eerste lessen die ik leerde in het vermogensbeheer is dat een groot deel ook marketing is. Men gaat in de praktijk vaak eerst iets proberen om er vervolgens een theorie bij te bedenken. Als academicus moet ik eerst een theorie hebben om die vervolgens te gaan toetsen. De juiste volgorde is erg belangrijk. Dat drijft mij om beide functies te combineren.

Daarnaast vind ik ook financieel onderwijs enorm belangrijk. De jongere generatie wordt steeds verantwoordelijker voor de eigen financiën, maar de meeste mensen kunnen dat nog helemaal niet. Er wordt steeds meer van jonge mensen gevraagd. Als je op je veertigste aan je pensioen gaat denken, ben je al te laat.

*In het dagelijks leven ben je veel bezig met actieve beleggingsbeslissingen. Als je daar als academicus naar kijkt, met de efficiënte markt-hypothese in in het achterhoofd, hebben die actieve beslissingen dan eigenlijk wel zin?*

Er zijn verschillende varianten van de efficiënte-markt-hypothese, die van mening verschillen over welke informatie er allemaal in de koersen verwerkt zit. De mildste vorm is dat alle publieke informatie in de koersen is vertegenwoordigd. Er is geen publieke informatie waardoor de ene belegger een streepje voor heeft op de ander. De enige informatie die nog een voordeel zou kunnen bieden, is private informatie, maar daar mag men niet naar handelen. Deze milde vorm is niet al te controversieel, maar er zijn ook versies van de hypothese die ervan uitgaan dat ook historische koersinformatie en voorkennis in de koersen zitten.

De academische consensus is dat deze hypothese op de lange termijn redelijk goed klopt. Hier kom je als belegger in een spagaat terecht: als de markt de koersen toch al correct inprijs, dan kan ik net zo goed de markt kopen. Het is ook een soort catch-22. Passieve beleggers gaan er namelijk van uit dat andere, actieve beleggers voldoende analysecapaciteit hebben om de markt zijn werk goed te laten doen. Er zijn dus mensen die zeggen dat teveel passief beleggen leidt tot een niet-functionerende markt, terwijl anderen het tegenovergestelde denken. Volgens mij ligt de waarheid ergens in het midden.

*Dat betekent dus dat actief beleggen wel toegevoegde waarde heeft.*

In markten waar al enorm veel informatie en analyse beschikbaar is, is het heel erg moeilijk om nog een voordeel te behalen door actief iets anders te doen. Dan moet je ongelofelijk hard je best doen om nog dieper te graven, een betere analyse te maken of de implementatie beter in te vullen. Dat zijn de drie terreinen waarop je je kunt onderscheiden: informatie, analyse of implementatie. Als vuistregel kun je aanhouden dat hoe minder mensen zich intensief bezighouden met een bepaalde markt, hoe inefficiënter die markt is en hoe meer het loont om er actief in te beleggen. Bij grote Amerikaanse bedrijven, waar tientallen analisten het jaarverslag van haver tot gort kennen, is er weinig meer te winnen. Bij small-caps en opkomende markten is die ruimte er wel.

Auteurs

Jaap en Willem Koelewijn



## Roelof Salomons

Roelof Salomons studeerde econometrie aan de Rijksuniversiteit Groningen en promoveerde in 2005 aan diezelfde universiteit op onderzoek naar risicopremies op aandelen en de voorspelbaarheid van rendementen. Sinds 1997 werkt hij in het vermogensbeheer en was hij achtereenvolgens actief bij het Philips Pensioenfonds, Aegon en Pelargos Capital. In 2013 werd hij Chief Strategist bij Kempen Capital Management. In januari 2015 werd hij in Groningen benoemd tot deeltijdhoogleraar Beleggingstheorie en Vermogensbeheer. Op persoonlijke titel zit hij in de beleggingscommissies van een aantal pensioenfondsen en vermogende families.

*Er wordt enorm veel aandacht besteed aan aandelenanalyse, bijvoorbeeld op beurspagina's en op televisie. Op welk niveau voegt die analyse daadwerkelijk iets toe?*

Kennis is in deze sector op een gegeven moment niet zo waardevol meer. Op een bepaald punt is er gewoon zoveel onzekerheid dat extra kennis weinig meer toevoegt. Ik bekijk het zelf altijd vanuit drie verschillende “beleggings-horizonten”, namelijk de korte, middellange en lange termijn. Op de hele lange termijn zijn markten best wel goed in het prijzen van informatie. Met name op de lange termijn hebben we de laatste 20 jaar geleerd dat er een zekere mate van voorspelbaarheid in financiële markten zit. De huidige waardering van een asset zegt wel degelijk iets over wat we er op de lange termijn van mogen verwachten. Het proces van mean reversion in koers-winstverhoudingen en rentes betekent dat er voorspelbaarheid is. Op de lange termijn is het dus niet helemaal een random walk. De

academische wereld is daar heel erg mee bezig geweest de afgelopen decennia. En ook in de praktijk zien we dit nu meegenomen worden bij de strategische asset allocatie. Van de middellange termijn weten we ook het een en ander. Als we grofweg weten hoe de economie zich gaat ontwikkelen, weten we of aandelen het beter zullen doen dan obligaties. De korte termijn daarentegen is echt puur sentiment. Er zullen mensen zijn die dat kunnen, maar een model moet ik nog zien. Voor mij persoonlijk voegt actief bezig zijn met de korte termijn voegt weinig toe. Het is ruis. Dat vertel ik mijn klanten en studenten ook.

*Hecht je bij het bepalen van je strategie aan onderzoek over individuele ondernemingen of kijk je vooral naar beleggingscategorieën?*

De voorspelbaarheid op hele lange termijn vind je terug op het niveau van beleggingscategorieën, maar ook binnen markten is er een zekere mate van voorspelbaarheid te ontdekken. De methodiek is echter hetzelfde: koop categorieën die goedkoop zijn en verkoop categorieën die duur zijn.

## De markt is op de lange termijn geen random walk

*Met die kennis in het achterhoofd, waar let je dan op bij de allocatie?*

Bij de assetallocatie kijk ik naar de inefficiënties in markten en bekijken we hoe we daar uiteindelijk op de lange termijn van kunnen profiteren. Tot nieuwe inzichten over aandelen komen is vaak erg moeilijk, omdat er al zo ontzettend veel analisten mee bezig zijn. Bij “sexy”-producten, zoals de zogenaamde FAANG-aandelen (Facebook, Amazon, Apple, Netflix en Google), levert zelf extra analyse doen niets meer op. Jij kunt als belegger denken dat de koers van een aandeel veel te hoog is en de waardering nooit zal kunnen waarmaken, maar als het overgrote deel van de beleggers er niet zo over denkt, kan de prijs enorm lang blijven stijgen. Zelfs als je analyse blijkt te kloppen en je gelijk krijgt, moet je timing precies goed zijn om de beloning daarvoor ook daadwerkelijk te krijgen. Zoals Keynes zei: “The market can remain irrational longer than you can stay solvent.” Daarom is de markt dus soms niet efficiënt.

*En hoe kom je erachter wanneer de markt niet meer efficiënt is? Heb je daar instrumenten of criteria voor?*

Nee. De gekheid van mensen is niet te modelleren.

*Toch zien we dat er af en toe succesvolle beleggers zijn die er bovenuit steken. Wat doen zij dan beter dan de rest?*

Warren Buffet schreef ooit een artikel getiteld “The Superinvestors of Graham-and-Doddsville”. Dat schreef hij in de jaren '80. Hij maakt de vergelijking met een situatie

waarin een groep mensen achter elkaar “kop of munt” speelt en steeds dezelfde mensen overblijven. Dat is natuurlijk puur toeval, tenzij blijkt dat al die mensen iets gemeen hebben, bijvoorbeeld een bepaalde karaktereigenschap. Buffet betoogt dat de mensen de echte waardebeleggers zijn, omdat ze iets anders deden. Dit is de basis voor alle discussie rond het model van Fama en French.

*Fama zei daar zelf over dat dat ook betekent dat je soms langere periodes slecht presteert.*

Dat is precies de reden waarom het werkt. Niet iedereen heeft dezelfde pijngrens. Waardebeleggen steekt er bovenuit. Het wordt steeds moeilijker om dat te blijven vertellen omdat de groeiaandelen, zoals de FAANGs die we net noemden, het maar steeds beter blijven doen. Toch weten we dat er een moment gaat komen waarop waardebeleggen weer gaat lonen.

## Hou je emoties buiten de deur

Als belegger kun je het alleen beter doen dan anderen door een voorsprong te hebben op je concurrenten. Dat kan door meer informatie te hebben, betere analyses te maken of door beter te zijn in de uitvoering. Dat laatste kan bijvoorbeeld te maken hebben met het vermogen van beleggers om hun emoties buiten de deur te houden bij het maken van beleggingsbeslissingen. Een echte waardebelegger moet in staat zijn om tegen de stroom in te zwemmen en de “kudde” te laten gaan. Dan kun je nog steeds te vroeg of te laat zijn, maar je moet mentaal in staat zijn om alleen te staan.

Het kan ook op een andere manier, namelijk door je beleggingsportefeuille minder breed samen te stellen en te focussen op bepaalde producten. Randy Cohen, hoogleraar aan MIT, schrijft in zijn artikel “Best Ideas” dat hij dit ook wijt aan het feit dat onze hersenen nou eenmaal maar een beperkte hoeveelheid informatie aankunnen. Je kunt nu eenmaal niet over alle aandelen altijd iets weten. Het is beter om je aandacht te richten op een beperkt groepje. Daarnaast kun je een voorsprong pakken door geduldig te zijn en een lange horizon te hebben. En tot slot weten we ook dat het belangrijk is dat alle betrokkenen in het beleggingsproces dezelfde drijfveren hebben. Ik zou ook nooit beleggen bij iemand die niet zelf in het fonds zit.

*Je kunt het dus alleen beter doen als je iets kunt of iets durft. Dat laatste is in de institutionele sfeer in Nederland, onder druk van de toezichthouder en de publieke opinie, nogal moeilijk geworden.*

In de zaal tijdens mijn oratie heb ik geroepen dat we behoefte hebben aan beleggers met ballen. Van de toezichthouder mag je best risico nemen, mits je voldoende kapitaal hebt. Door het verleden stelt men zich wat afwachtender op. Je moet dus genoeg geld achter de hand hebben of aan je klanten durven uit te leggen dat er soms

ook wat fout kan gaan. Dan neem je een ander risico, namelijk het risico dat je klanten verliest. Je kunt het alleen maar beter doen door wat meer risico te nemen, maar dat op zich betekent het risico op klanten verliezen. Dat zorgt voor een dilemma en werkt verlamdend. Het leidt ook tot kuddegedrag. Men is bang om af te wijken van de ontstane norm.

*Er is dus een natuurlijk evenwicht tussen actief en passief beleggen, maar we weten niet waar het ligt. In welke mate adviseer jij pensioenfondsen om mandaten passief in te vullen?*

Elk pensioenfonds heeft een risicobudget. Het bijzondere is dat veel fondsen de neiging hebben om meer richting de index te bewegen omdat ze zich door de (toezicht)regels gestraft zien voor actief beleid. Dat vind ik niet altijd terecht, omdat er aandelenportefeuilles samen te stellen zijn die minder risicovol zijn dan een gemiddeld indexfonds. Er zijn heel veel manieren om risico te nemen en ik denk dat de toezichthouder die over het algemeen goed inschat. Er wordt nu wel een stuk kritischer naar actief beleid gekeken. In de jaren '90 maakte actief beleid eigenlijk niet uit, omdat alle koersen stegen en één procent meer of minder niet heel veel uit maakte. Dat is tegenwoordig wel anders; één procent meer rendement is nu, met lagere verwachtingen, ontzettend belangrijk. Het betekent ook dat een verlies van één proces ook een enorme impact heeft. Dan is het voor een pensioenfonds korten of storten.

In algemene zin moet de mate waarin een belegger een actieve strategie hanteert afhangen van de markt en de capaciteit van de belegger. Wanneer de markt efficiënt is en de meeste informatie wel in de koersen zit, is de kans niet groot dat jij nog waarde kunt toevoegen. Dan moet je enorm veel capaciteit hebben voor het inwinnen van informatie en het uitvoeren van analyse. Passief beleggen is daarom voor heel veel particuliere beleggers een goedkope en simpele manier om rendement te behalen. Vroeger kostte dat particulieren nog enorm veel geld, toen men nog passieve producten voor een actieve prijs verkocht. Het is goed dat de toezichthouder daarbovenop zit.

## Instituten moeten waarde scheppen

Voor institutionele beleggers zou de lat om passief te gaan beleggen dus een stuk hoger moeten liggen dan bij particulieren. Ik vind zelfs dat het hun fiduciaire plicht richting de achterban is om te zorgen dat ze proberen nog wat extra waarde te creëren. Volledig passief beleggen voor institutionele beleggers is vooral de weg van de minste weerstand.

*Je kunt wel makkelijk het risico op aansprakelijkheid verminderen.*

Ja, in dat opzicht vind ik het ook een soort carrière-risico-management. Het is het verlagen van je eigen afbreukrisico ten koste van je eigen klant. Gelukkig hebben grote

fondsen als APB en PGGM wel voldoende schaal om in private equity te gaan. Door privaat te gaan krijg je toegang tot markten die publiekelijk niet beschikbaar zijn.

*Wat denk je dat er gaat gebeuren met de rente?*

Ik denk dat de rente ook zo laag blijft door de vergrijzing en omdat er een tekort is aan beleggingen die een veilig inkomen genereren. De rente gaat op enig moment natuurlijk weer omhoog. Balansen van bedrijven zijn langzaam aan het verslechteren maar dat zien we nog niet terugkomen in de kredietvergoeding op obligaties. De discussie die daardoor ontstaat is of het monetair beleid de relatie tussen de prestaties van bedrijven en krediet tijdelijk verstoord heeft, en zo slecht presterende bedrijven in stand houdt. De rente is laag, de winstmarges zijn groot, maar toch zijn er veel “zombiebedrijven”. Het onconventionele bedrijf heeft dus ook negatieve consequenties. Actief beleid gaat dus weer lonen, we weten alleen niet wanneer.

*Digitalisering, robotisering en klimaatverandering worden vaak genoemd als de belangrijkste beleggingstrends van de komende jaren. Hoe kijk jij daarnaar?*

Als belegger die echt naar de lange termijn kijkt horen dit soort onderwerpen bij je strategische overwegingen. Ze zullen invloed hebben op de rente, de inflatie en rendement. Een voorbeeld is de technologische ontwikkeling en de globalisering die de afgelopen jaren bijvoorbeeld nauwelijks voor productiviteitsgroei hebben gezorgd. Alle voordelen voor consumenten zijn gaan zitten in lagere prijzen. De echte groei zien we bij de Aziatische middenklasse. Dit zorgt voor een trend: de ongelijkheid tussen landen neemt af, maar binnen landen neemt hij toe. Bij trends zijn er altijd mensen vroeg bij en weten we dat trends op een gegeven moment hypes worden en over de

kop gaan. Zoals Kindleberger het in zijn klassieker (Manias, Panics and Depressions) al beschreef verloopt het altijd identiek. Als belegger moet je dat doorhebben en goed kunnen timen.

## *MiFiD II is impuls voor passief beleggen*

*Tot slot, is er nog iets wat je zelf wilt toevoegen?*

Ik maak me zorgen over de ontwikkelingen rond MiFID II, waarin er expliciet duidelijk gemaakt moet gaan worden hoeveel er betaald wordt voor research. Op zich vind ik het goed dat men moet gaan aangeven waar de toegevoegde waarde van analisten ligt. Het risico is dat de kopende partijen alleen nog maar meer naar de kosten gaan kijken en minder willen gaan betalen voor onderzoek, waardoor de analysecapaciteit nog verder inkrimpt. Dat proces is al gaande en gaat uiteindelijk leiden tot consolidatie aan de kant van de vermogensbeheerder. Het is echt goed dat de toegevoegde waarde van onderzoek expliciet wordt gemaakt, maar ik ben bang dat het juist leidt tot minder efficiëntie in markten waar de onderzoekskosten relatief hoog zijn, zoals bij bedrijfsobligaties of small-caps. In Nederland is men namelijk ook niet gewend om voor onderzoek te betalen, terwijl dat in de Verenigde Staten een stuk gebruikelijker is. Grote particuliere beleggers zijn ook best bereid om flink te betalen voor onderzoek en advies, maar institutionele beleggers in Nederland, zoals de pensioenfondsen, letten heel erg op de kosten. Als ze de kosten voor onderzoek voorgerekend krijgen, zullen ze waarschijnlijk minder in gaan kopen. Dat zal de trend richting passief beleggen alleen maar versterken. ■