

Beleggen in een pyramide

Beleggers zijn risico-overs volgens de traditionele financieel-economische theorie. Van risicodragende investeringen wordt daarom een hoger rendement verwacht. Beleggers zullen hun portefeuille zo samenstellen, dat ze bij een gewenst verwacht rendement, een zo laag mogelijk risico in de vorm van variantie hebben. Daarnaast zien we, zeker ook in Nederland, een enorme toename van de belangstelling voor loterijen, gokspelletjes en casinobezoek. Deelnemers aan loterijen gedragen zich zeker niet risico-overs. Zij gaan immers een experiment aan met een positieve variantie en een negatieve verwachte opbrengst.

Zijn beleggers en goklustigen dan twee totaal verschillende populaties? Waarschijnlijk niet. Ieder een kent wel mensen met een zeker belegd vermogen, die af toe een gokje wagen. Soms geven deze mensen zelfs toe ook op de aandelenbeurs in zekere mate te speculeren. Hieronder verstaan zij dan waarschijnlijk het aangaan van een groter risico dan op grond van het verwachte rendement redelijk is. Volgens de traditionele theorie is dit gedrag echter moeilijk verklaarbaar. Daar vindt maximalisatie van het verwachte nut plaats, gegeven een bepaalde risicovoorkaart. Beleggingen worden in somenheng bekaken, afzonderlijke evaluatie is niet mogelijk.

In een recent working paper *Behavioral Portfolio Theory*, dat deze week gepresenteerd wordt op de jaarlijkse bijeenkomst van de European Finance Association in Milaan, ontwikkelen de Amerikaanse financieel-economen Hersh Shefrin en Meir Statman een nieuwe theorie, waarmee het hier boven beschreven gedrag wel kan worden verklaard. Zij veronderstellen dat beleggers hun portefeuille als een soort pyramide samenstellen. Het onderste deel moet een betrouwbaar rendement garanderen en zelfs bij een crisis in de financiële markten niet te veel in waarde achteruitgaan. In de iets smallere laag daarboven bevinden zich de meer risicovolle beleggingen. De smalle top vertegenwoordigt de puur speculatieve beleggingen, waarmee de belegger in één klap rijk probeert te worden. Hoewel het gokelement niet rationaal lijkt, voorziet het kennelijk in een bepaalde behoefte. De auteurs veronderstellen voorts dat de lagen afzonderlijk worden geëvalueerd. Dit verklaart dat er beleggers zijn, die naast uiterst veilige beleggingen, zoals termijndeposito's, ook risicovolle waardepapieren zoals opties aanhouden.

De grote waarde die door beleggers aan de onderste laag wordt gehecht, verklaart volgens Shefrin en Statman ook de relatief lage prijs voor risicovolle beleggingen en daarmee de hoge risico-premie voor aandelen. In Amerika, waar grote delen van de bevolking direct invloed kunnen uitoefenen op de beleggingen voor hun pensioen, zullen de lagen waarschijnlijk duidelijker te onderscheiden zijn dan in Nederland. Hier moeten we ook de op-

gebouwde pensioenrechten tot de eerste laag rekenen.

In het verband van de gelaagdheid van de beleggingsportefeuille, kan ook een tweede interessant fenomeen worden verklaard. In de traditionele portefeuilletheorie is diversificatie een belangrijke manier om risico's te verminderen. Hierbij zal men een aandeel eerder aan een portefeuille toevoegen, indien deze een negatieve covariantie met deze portefeuille heeft. We zien in de praktijk dat aandelenportefeuilles vaak slecht gespreid zijn. Slechts zelden worden aandelen aanbevolen vanwege hun mooie covariantie met andere aandelen. In de grote campagne bij de introductie van de nieuwe KPN-aandelen was er meer aandacht voor de mooie en stabiele winstvooruitzichten van KPN dan voor de relatie met de overige fondsen in Nederland. Ook wanneer men aan een aantal beleggers vraagt welke beleggingen riskanter zijn: een portefeuille van Nederlandse staatsobligaties of geschreven opties op de aandelenindex van de Amsterdamse beurs, zullen velen de opties noemen. Toch hebben de geschreven opties een negatieve covariantie met een portefeuille van Nederlandse aandelen. Voor de staatsobligaties is de covariantie juist positief. Door de gescheiden evaluatie van de lagen in de pyramide wordt niet met alle covarianties rekening gehouden en kunnen slecht gespreide portefeuilles voorkomen. Daarnaast kan in de bovenste laag, waar men een gokje wil wagen, spreiding juist contra-productief zijn.

Shefrin en Statman gaan verder in op de gevolgen die hun theorie heeft voor de prijsvorming van financiële waardepapieren en hoe ideale beleggingsinstrumenten eruit dienen te zien. Er is een goede toekomst voor beleggingsfondsen die expliciet aangeven in welke lagen zij een rol spelen. Een mooi voorbeeld van een instrument waarbij de twee lagen te onderscheiden zijn, is een obligatielening die enige jaren geleden door het Nederlands Kanker Instituut is uitgegeven. Houders van deze obligaties met een nominale waarde van duizend gulden ontvangen geen rente, maar wel de hoofdsom aan het einde van de looptijd. Daar staat tegenover dat iedere maand één van de obligaties wordt uitgeloot en de gelukkige bezitter ontvangt een miljoen. Wellicht zullen we dit soort leningen vaker tegenkomen, als de nieuwe theorie breder wordt geaccepteerd.

A.C.F. Vorst*

* De auteur is als hoogleraar verbonden aan het Erasmus Center for Financial Research.

H. Shefrin en M. Statman, *Behavioral Portfolio Theory*, Department of Finance, Leavey School of Business, Santa Clara University, Santa Clara CA 95053, VS.