

De grenzen van het wetenschappelijk beleggen

In de reclame voor hun beleggingsfondsen leggen de Amro Bank en Robeco er de nadruk op dat de door hen gehanteerde beleggingsstrategie is gestoeld op de moderne portefeuilletheorie. Beleggen op basis van deze theorie zou de kans op vermogensdaling bijna tot nihil terugbrengen en daardoor vergelijkbaar zijn met sparen. Deze voorstelling van zaken is niet te verenigen met de onvoorzichtige en inconsistente manier waarop de Amro Bank en Robeco de moderne portefeuilletheorie toepassen.

PROF. DR. E.J. BOMHOFF*

Met de introductie van het 'Amro all in fund' op 8 oktober 1987 deed het 'wetenschappelijk beleggen' zijn officiële intrede op de Nederlandse markt. Sterk beklemtoonde de introductie de wetenschappelijke achtergrond van de beleggingsstrategie. In de marketing lag alle nadruk op de 'moderne portefeuilletheorie', die volgens de Amro Bank hier voor het eerst in Nederland systematisch zou worden toegepast. De claims van de Amro Bank gingen duidelijk verder dan bij voorbeeld toegestaan is in de Verenigde Staten, waar de propaganda voor beleggingsprodukten rekening moet houden met eisen van toezichthouders (SEC). Hier volgt als illustratie een citaat uit het nummer van *Beleggings Express* van 25 september 1987:

"Het nieuwe beleggingsfonds van de Amro Bank, het 'Amro all in fund', moet men zien als een alternatief voor sparen. Het is een tussenstation tussen sparen en belegging, volgens de introductanten. Zij menen een enorme groep spaarders aan te zullen spreken die wel interesse heeft in een hogere opbrengst maar huiverig zijn om risico's te lopen. De tot praktische toepassing gebrachte moderne portefeuilletheorie moet een beter beleggingsresultaat volgens de uitgangspunten waar maken."

Terecht stelden *Beleggings Express* en andere Nederlandse financiële media dat "de toepassing van de theorie geen garantie biedt op een bepaald resultaat". Maar wel accepteerden de media de claim van de Amro Bank dat met 95% kans het rendement over de eerste twaalf maanden zou uitkomen tussen -0,03% en + 15,7%, waarbij werd opgemerkt: "de kans dat er een vermogensdaling zal optreden is bijna te verwaarlozen".

Twee jaar later werd het publiek opnieuw een mogelijkheid geboden om te beleggen volgens de discipline van de moderne portefeuilletheorie. De Robecogroep introduceerde op 8 november 1989 de 'strategische portefeuilles' groen, blauw en geel. Ook deze fondsen zijn 'mixed funds' ofte wel 'asset allocation'-fondsen, waarbij elk van de strategische portefeuilles een eigen risicoprofiel heeft¹.

Op 25 oktober 1989 schreef de afdeling Beleggingsresearch van de Amro Bank een commentaar bij de introductie van de strategische portefeuilles van Robeco. Daaruit bleek dat volgens de Amro Bank er geen essentieel verschil was tussen de methodiek bij het 'Amro all in fund' en

de opzet van de Robecoportefeuilles: "de strategische portefeuilles zijn in feite drie 'Amro all in funds' met drie verschillende risicograden, waarbij de blauwe portefeuille qua risico vergelijkbaar is met het 'all in fund'". Verder meldt de afdeling Beleggingsresearch in staat te zijn om de prognoses van de Robecofondsen te repliceren met het eigen cijfermateriaal: "onze schaduwrekeningen leidden tot vergelijkbare resultaten". "Dit toont aan dat de Robecogroep met ongeveer hetzelfde cijfermateriaal (verwachte opbrengsten, standaarddeviaties en correlaties) werkte als de Amro Bank".

Dit laatste citaat is uiterst interessant omdat het aantoont dat de Amro Bank er kennelijk van uitgaat dat de moderne portefeuilletheorie bij gegeven inputs tot een eenduidig resultaat leidt voor wat betreft de beleggingsstrategie. Subjectiviteit blijft uiteraard bestaan bij de vaststelling van de inputs, maar volgens de mening van Amro-beleggingsresearch niet of nauwelijks bij de keuze van het algoritme dat de inputs verwerkt tot een beleggingsvoorschrift.

Uiteraard valt de Amro Bank noch de Robecogroep te verwijten dat men niet bij voorbaat kon voorspellen dat 1990 op vele financiële markten tot op dit moment een teleurstellend jaar zou worden met negatieve opbrengsten. Mijn bespreking van de grenzen van het wetenschappelijk beleggen is dus ook geenszins bedoeld als een gemakkelijke kritiek achteraf in een jaar waarin de financiële markten het voor de beleggers niet eenvoudig maakten om een hoger rendement te halen dan de risicovrije voet. Evenmin wil ik op zoek gaan naar een periode waarvoor de opbrengst op het fonds net buiten het 95%-interval valt dat bij

* De auteur is hoogleraar monetaire economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en bestuurslid van het Erasmus Center for Financial Research. Hij is drs. I.J.M. Arnold en drs. D.J.C. Smart van de vakgroep Monetaire Economie erkentelijk voor commentaar. Dit artikel is gebaseerd op een inleiding gehouden op het openingssymposium van het Erasmus Center for Financial Research op 12 september 1990.

1. De portefeuillesamenstelling van deze drie Robecofondsen houdt rekening met een belegger die geconfronteerd wordt met een marginaal tarief in de inkomstenbelasting van 50%. Het 'Amro all in fund' houdt niet expliciet rekening met fiscale overwegingen van de inleggers.

aanbieding van de fondsen (en door de Amro Bank bij herhaling daarna) aan de beleggers werd voorgehouden. Immers, de statistische interpretatie van een interval van 95% is dat eenmaal per twintig keer de uitkomst toch buiten het interval terecht komt, en er is geen a priori reden om aan te nemen dat zo'n jaar niet aan het begin van het experiment zou kunnen vallen².

Het doel van dit opstel is om te bespreken of de moderne portefeuilletheorie (MPT) bij de huidige stand van kennis de prognoses en propaganda rechtvaardigt die zowel de Amro Bank als de Robecogroep zich hebben gepermitteerd, en of de theorie correct is toegepast. Mijn conclusie zal zijn dat om verschillende redenen gebruik van de MPT een bijdrage kan leveren aan de praktijk van het beleggen, maar dat de aanbieders de MPT-methodiek met meer voorbehoud moeten populariseren voor het beleggende publiek. Bovendien meen ik dat Amro en Robeco de theorie verkeerd hanteren.

Beleggingsmethode

Het beleggen door Amro en Robeco met behulp van de moderne portefeuilletheorie berust kennelijk op een 'top-down'-systematiek, waarbij men eerst de totale portefeuille verdeelt in een aantal categorieën, zoals aandelen, onroerend goed, obligaties en kasgeld, en daarna binnen iedere categorie een keuze maakt uit de beschikbare titels. Een computermodel ondersteunt in ieder geval de indeling van de portefeuille over de categorieën en, afhankelijk van de beleggingscategorie, wellicht ook de gedetailleerde selectie van specifieke aandelen, obligaties enzovoort. Hier volgt de beschrijving uit het leerboek van Haugen, waarvan ik aanneem dat die ook in grote lijnen van toepassing is zowel op het 'Amro all in fund' als op de strategische portefeuilles van de Robecogroep:

"In actual practice, portfolio managers employ the single-index model in determining which individual securities to buy and how much to invest in them. They tend to use the more general Markowitz model for the problem of asset allocation that is, allocating investments in the portfolio to various classes of assets, such as bonds, stocks, real estate, venture capital, and the like. Usually for this problem up to 10 classes of assets are considered, so the covariance matrix is of manageable size. Once the Markowitz model dictates a percentage allocation of the portfolio to stocks, then the managers must deal with a stock population much larger in terms of the number of members. At this point, the single-index model is used to optimize the stock portfolio"³.

Duidelijk geeft Haugen aan dat een wiskundige optimalisatiemethode niet kan worden gebruikt om in één ronde de proporties van alle titels simultaan te bepalen. Het aantal inputs zou daarvoor te groot zijn en de te inverteren matrix te gevoelig voor onzekerheden in die inputs. Immers, de moderne portefeuilletheorie vereist invoer van een complete variantie/covariantie-matrix voor de onverwachte elementen in de beleggingsopbrengsten. Vandaar de tweestapsprocedure: asset allocation op basis van de theorie; daarna invulling van de verschillende categorieën.

Typerend voor de strategische fondsen van de Robecogroep en het 'Amro all in fund' is de constructie van een betrouwbaarheidsinterval voor de jaarlijkse opbrengst op het totale fonds. Precieze, kwantitatieve uitspraken over de verwachte opbrengst en de bijbehorende statistische onzekerheidsmarge voor een gemengd fonds zijn, naar mijn weten, internationaal uitzonderlijk. Naar mijn indruk gaan de Nederlandse toepassingen van de MPT uit van een covariantie-matrix voor de onverwachte elementen in de opbrengsten op aandelen, obligaties enzovoort die wordt

berekend over een recente periode van bij voorbeeld de afgelopen vijf jaar.

Enig gevoel voor de mate waarin onzekerheid over deze matrix de projecties kan beïnvloeden krijgen wij door gebruik te maken van de standaarddeviaties voor de afzonderlijke categorieën zoals die zijn gegeven bij de introductie van het 'Amro all in fund'. De bank gaf toen de geschatte standaarddeviaties voor elke individuele categorie binnen de beleggingen alsmede de berekende prognose van de standaarddeviatie voor de gehele portefeuille. Voor de totale portefeuille berekende de Amro Bank een standaarddeviatie voor de opbrengst over de eerste twaalf maanden van 4,25%. De portefeuille-indeling was 13% aandelen, 24% obligaties, 33% onroerend goed en 30% liquiditeiten. Voor dezelfde portefeuille kan men de standaarddeviatie uitrekenen bij de alternatieve veronderstelling dat de opbrengst over de vier categorieën geheel ongecorreleerd zijn. De uitkomst is dan 3,65% voor de standaarddeviatie. Als daarentegen de verschillende categorieën in perfecte onderlinge samenhang op en neer gaan (correlatie-coëfficiënten van +1) zou de standaarddeviatie van dezelfde portefeuille neerkomen op 6,06% voor het eerste jaar.

Uit deze ruwe berekening blijkt dat de Amro Bank kennelijk is uitgegaan van tamelijk lage correlaties tussen de verschillende beleggingscategorieën: de prognose van 4,25% ligt veel dicht bij de uitkomst voor ongecorreleerde beleggingscategorieën dan bij het resultaat voor perfecte positieve correlatie. Mogelijkerwijs is de correlatiematrix door de Amro Bank berekend over een historische periode waarin inderdaad de correlaties tussen de verschillende categorieën betrekkelijk dicht bij nul bleven. Echter, op ieder moment kunnen belangrijke schokken optreden in de wereldeconomie (stijging van de energieprijzen; oorlog in het Midden-Oosten) waarbij zowel aandelen als obligaties als (wellicht) onroerend goed tegelijkertijd minder rendabel c.q. riskanter worden zodat de koersen tegelijkertijd dalen. Dan kan tijdelijk de onderlinge samenhang tussen de verschillende categorieën veel sterker worden⁴.

Met dit type onzekerheid is naar mijn mening in de berekeningen en de geprognosticeerde onzekerheden op de totale portefeuille niet voldoende rekening gehouden. Anders gezegd: onzekerheden over de correlaties lijken niet verwerkt in de geschatte standaarddeviatie van de opbrengst op de portefeuille.

Amro en Robeco in strijd met MPT

Research heeft aangetoond dat de variantie/covariantiematrix geenszins constant is over de tijd⁵. Harvey concludeert: "there is a strong evidence against the null hypothesis" (dat de variantie/covariantie-matrix constant is over de tijd). De research van Harvey en ander onderzoek suggereren dat de matrix weliswaar verandert in de tijd maar

2. Ter verdere adstructie van mijn claim dat het hier niet gaat om kritiek achteraf moge gelden dat de hoofdlijnen van dit artikel al werden geschetst in mijn bijdrage voor *NRC Handelsblad* van 30 oktober 1989, Veilig beleggen, en kort herhaald in dezelfde krant op 28 mei 1990.

3. R.A. Haugen, *Modern investment theory*, Prentice-Hall, 1986, blz. 165-166.

4. In een recente advertentie ter ere van de Nobelprijs economie 1990 merkt de Amrobank op dat de overval op Koeweit en de Duitse eenwording uniek waren en dus een niet voorziene invloed hadden op de beurs. Als dat zo is, gaan die unieke gevolgen dan wel voor de komende vijf jaar (niet langer – niet korter) een effect hebben op de covariantie-matrix?

5. C.R. Harvey, Time-varying conditional covariances in tests of asset pricing models, *Journal of Financial Economics*, jg. 24, 1989, blz. 289-317.

gedeeltelijk voorspelbaar is. Daarom zou een kwantitatieve beleggingsstrategie de veranderingen in de elementen van de matrix moeten modelleren om te kunnen profiteren van de aanwezige continuïteit in die matrix. Gebruik van een simpel voortschrijdend gemiddelde voor de schatting van de covariantiematrix is een inferieure oplossing⁶. Beter schattingen van een niet-constante covariantiematrix kunnen worden verkregen door gebruik te maken van de Kalman-filtermethodiek⁷. Een adaptieve methode, zoals het Kalman-filter, zal tijdsafhankelijke varianties beter kunnen voorspellen dan een mechanisch berekend voortschrijdend gemiddelde uit het recente verleden dat niet is gebaseerd op statistische analyse van het gedrag van de betreffende tijdreeks. Nader onderzoek op dit gebied zal een bijdrage kunnen leveren aan de analyse van risicopremies in aandelenkoersen, rentestanden en wisselkoersen.

De varianties zijn op inferieure wijze geprognoseerd uit hun eigen recente verleden; veel ernstiger is echter dat de zo nadrukkelijk geafficheerde moderne portefeuilletheorie naar mijn indruk niet is gebruikt om de noodzakelijke verbanden te leggen tussen de onzekerheden en de verwachte rendementen. Typerend voor de MPT is immers dat de verwachte rendementen volgen uit de analyse van de verwachte onzekerheden volgens de regel: hoe hoger de verwachte covariantie van een beleggingscategorie c.q. individuele titel met de markt, des te hoger het geëiste rendement op die belegging. Uit het eerder genoemde artikel in *Beleggings Express* van 25 september 1987 maak ik op dat bij het 'Amro all in fund' de invoer van de gegevens over de verwachte rendementen op de verschillende beleggingscategorieën subjectief is, dat wil zeggen dat de beleggingsexperts een al dan niet kwantitatief gefundeerde rentevisie ontwikkelen, een prognose maken van de verwachte rendementen op de onroerend-goedmarkt, en ten slotte een prognose opstellen voor de rendementen op aandelen die waarschijnlijk gebaseerd is op de verwachte winstontwikkeling, de koers/winstverhouding en het percentage van de winst dat als dividend zal worden uitgekeerd.

Beschouwt men de beleggingscategorieën afzonderlijk dan zijn dit stuk voor stuk zinvolle zaken. Echter, de MPT stipuleert nadrukkelijk dat er een verband moet zijn tussen de vereiste rendementen per categorie en de betreffende covariantiematrix. De publikaties ten tijde van de introductie van het 'Amro all in fund' suggereren dat de covariantiematrix enerzijds en de verwachte rendementen op de verschillende categorieën anderzijds in grote mate onafhankelijk worden voorspeld. Als deze veronderstelling juist is, dan verschaalt de toepassing van de MPT tot het op subjectieve wijze voorspellen van de rendementen op een gemengde portefeuille alsmede de simpele analyse van het verband tussen de gewichten van de verschillende beleggingscategorieën in de portefeuille en de standaarddeviatie van de totale portefeuille. De essentiële bijdrage van de MPT blijft dan onder tafel; sterker nog er wordt in het geheel geen theorie toegepast maar uitsluitend een statistische formule voor het berekenen van de standaarddeviatie van een gemengde portefeuille.

Precies hetzelfde probleem wordt ook zichtbaar bij de beschouwing van de verdeling van de drie strategische portefeuilles van de Robecogroep. Als Robeco het theoretisch gestipuleerde verband tussen risico en rendement

Tabel 1. Belang van de verschillende beslissingen in het beleggingsbeleid (in procenten)

Keuze van de beleggingscategorie	50
Keuze tussen de landen	20 – 30
Keuze tussen de bedrijfstakken (aandelen)	10 – 15
Keuze van individuele fondsen	5 – 8

zoals dat volgt uit de MPT had toegepast, zou dat moeten blijken uit de proporties in de drie strategische portefeuilles op ieder moment. Dan zou immers volgens de MPT de mix tussen liquiditeiten enerzijds en de som van alle andere beleggingscategorieën anderzijds kunnen wisselen, maar zou binnen de niet-liquiditeiten de proporties aandelen, obligaties en onroerend goed voortdurend identiek moeten zijn. Anders is er immers geen sprake van de zogenaamde 'efficient frontier'. Echter, de gele portefeuille van de Robecogroep bevatte op het moment van introductie drie keer zoveel aandelen als obligaties, terwijl de blauwe portefeuille anderhalf keer zoveel obligaties als aandelen bevatte, en de groene portefeuille in het geheel geen aandelen had. We observeren dus drie sterk verschillende verhoudingen tussen aandelen en obligaties in deze drie portefeuilles op dezelfde datum, hoewel identieke proporties hadden moeten volgen uit de MPT⁸.

De kritiek op de toepassing van de MPT door de Amro Bank is dus tweeledig:

- de kern van de MPT, een theoretisch verband tussen de onzekerheden en de geëiste rendementen is verwaarloosd;
- de onzekerheden zijn sub-optimaal berekend op basis van een willekeurig gekozen historische periode.

De drie strategische portefeuilles van de Robecogroep zijn eveneens in strijd met de kernstelling van het MPT, hetgeen blijkt uit de veronachtzaming van de 'efficient frontier'.

Market timing

Zowel de Amro Bank als de Robecogroep benadrukten bij de introductie van hun fondsen het belang van superieure 'market timing'. Aan de al genoemde beschrijving in *Beleggings Express* van het 'Amro all in fund' ontleen ik tabel 1, die laat zien wat het belang is van de verschillende beslissingen bij het beleggingsbeleid.

De wetenschappelijke literatuur is, uiteraard, sceptisch over de mogelijkheden voor market timing⁹. Een paar jaar geleden verrichtten Brinson, Hood en Beebower een interessant onderzoek naar het vermogen tot market timing¹⁰. Zij kwamen tot de bevindingen zoals in tabel 2.

6. Er is ook een snel groeiende literatuur over de tijdsafhankelijkheid van de variantie van de aandelenmarkt als geheel. Zie bij voorbeeld het belangrijke artikel van G.W. Schwert, Why does stock market volatility change over time?, *Journal of Finance*, jg. 44, december 1989, blz. 1115-1153. Nuttig is ook het recente symposium verslag in *The Review of Financial Studies*, jg. 3, nr. 2, 1990.

7. Zie C.J.M. Kool, *Recursive Bayesian forecasting in economics: the multi state Kalman filter method*, dissertatie, Erasmus Universiteit Rotterdam, 1989 en E.J. Bomhoff, *Stability of velocity in the group of seven countries: a Kalman filter approach*, International Monetary Fund, Working Paper, 90-80 voor toepassingen van Kalman-filters in de financiële economie.

8. Ik kan geen uitspraak doen over de vraag of fiscale aspecten de eis enigermate ontkrachten dat de proporties bij de riskante beleggingen identiek moeten zijn. Echter, het percentage van nul voor aandelen in de groene portefeuille lijkt onder alle redelijke omstandigheden in strijd met de MPT, en ook de verschillen tussen blauw en geel lijken veel te groot om te kunnen worden verklaard uit uitsluitend belastingoverwegingen.

9. Zie voor een algemene benadering van de evaluatie van vermeende 'market timers'. R.C. Merton, On market timing and investment performance I. An equilibrium theory of value for market forecasts, *The Journal of Business*, jg. 54, nr. 3, juli 1983, blz. 363-406. Eveneens R.D. Hendriksson en R.C. Merton, On market timing and investment performance II. Statistical procedures for evaluating forecasting skills, *The Journal of Business*, jg. 54, nr. 4, oktober 1981, blz. 513-533.

10. G.P. Brinson, L.R. Hood en G.L. Beebower, Determinants of portfolio performance, *Financial Analysts Journal*, juli/augustus 1986, blz. 39-44.

Tabel 2. Portfolio performance

	Opbrengsten	Variantie van de opbrengsten	Standaard deviatie
Policy		93,6	4,4
Policy and timing	- 0,66	95,5	2,9
Policy and selection	- 0,36	97,8	3,1
Overig	- 0,07		
Totaal	- 1,10		

NB. Met 'policy' wordt bedoeld de gemiddelde allocatie over de onderzochte periode over aandelen, obligaties enzovoort. 'Timing' heeft betrekking op 'market timing', dat wil zeggen het vergroten of verkleinen van de proporties van de verschillende beleggingscategorieën in afwijking van het lange-termijngemiddelde. Met 'selection' bedoelen de auteurs de keuze van de individuele titels binnen de verschillende beleggingscategorieën. 'Overig' is een interactie-term zonder essentiële betekenis.

Bron: *Financial Analysts Journal*, Survey of 91 US pension funds, augustus 1986.

Uit tabel 2 blijkt dat vrijwel de totale variantie van de opbrengsten was te herleiden tot de gemiddelde keuze voor de mix van aandelen, obligaties, enzovoort. Met andere woorden, hoe meer een fonds belegt in riskantere titels, zoals aandelen, des te meer zal de gemiddelde opbrengst over een langere periode uitsteken boven die van een fonds dat kiest voor een groter aandeel voor obligaties en kasgeld. Market timing blijkt volgens de tabel gemiddeld maar weinig te kunnen verklaren van de opbrengstvoeten, en dit kan niet anders betekenen dan dat de fondsen noch bijzonder succesvol noch systematisch onsuccesvol waren bij hun pogingen om tijdig de gewichten van de verschillende categorieën aan te passen aan de veranderende economische omstandigheden en marktvooruitzichten. Pikant is dat het gemiddelde resultaat van de pogingen tot market timing licht negatief was.

De resultaten bevestigen verder dat selectie van de individuele titels inderdaad van minder belang is dan de strategische keuze voor het percentage aandelen of eventuele pogingen tot market timing. Jammer genoeg is het moeilijk om een goede 'market timer' te vinden (en lijkt geloof in market timing in strijd met de MPT). Daarom ligt naar mijn mening juist op het gebied van titelselectie nog de beste kans voor de belegger om een uitstekend resultaat te behalen. Immers, research en bedrijfsbezoeken kunnen leiden tot inzichten die nog niet in de marktcoersen zijn verwerkt. Expertise in de selectie van individuele fondsen werd juist niet benadrukt door Amro Bank en Robecogroep bij de introductie van hun MPT-fondsen, omdat de propaganda de nadruk legde op de market timing en de macro-economische inputs voor het beleggingsbeleid.

Ik verwacht dat binnenkort ook in Nederland de nadruk weer meer zal vallen op succesvolle selectie van individuele titels en de bijdrage die dat kan leveren aan een beleggingsbeleid op lange termijn. Kwantitatieve analyses van de 'asset allocation' en de selectie van individuele titels leveren geen oplossing voor het beleggingsvraagstuk, maar een nuttige bijdrage op ten minste de volgende punten:

- een 'second opinion' over de vooruitzichten vanuit een historische analyse van de gemeten onzekerheden;
- hulp bij (maar geen uitsluitel over) het vinden van mogelijk ondergewaardeerde individuele titels;
- hulp bij de evaluatie van het beleid over het verleden (performance-meting).

Zo geformuleerd helpt kwantitatieve analyse bij het zoeken naar mogelijke marktperfecties en bij het evalueren van het gevoerde beleid. Het is mij echter niet duidelijk hoe men zinvol kan claimen een fonds te beheren volgens de MPT, wanneer dat fonds toch geen indexfonds is.

De markt voor beleggingsfondsen

Zowel vraag als aanbod op de markt voor beleggingsproducten zijn de laatste jaren veranderd. Aan de aanbodzijde is de belangrijkste ontwikkeling de enorme daling in de kosten van kwantitatieve analyse. Doctoraal-studenten economie zijn tegenwoordig in staat op hun personal computer de MPT ook al toe te passen. Bij sommige boeken over beleggingstheorie levert de uitgever al een floppy bij met alle benodigde computerprogramma's om zelf een 'all in fund' of een strategische portefeuille te beheren. Vergelijk dat eens met de situatie van tien jaar geleden.

'Economies of scale', het spreiden van de kosten over veel inleggers, zijn al lang niet meer noodzakelijk voor het berekenen van een covariantiematrix van de verschillende beleggingscategorieën. Daarom is het opmerkelijk dat juist de grootste bank en de grootste beleggingsmaatschappij van Nederland hebben gekozen voor een marketingstrategie die de nadruk legt op een aspect van het beleggen dat zelfs de allerkleinste concurrent zonder veel moeite kan nabootsen. De beste verklaring lijkt mij dat Amro Bank en Robecogroep kennelijk hebben aangenomen dat er zoveel weerstand c.q. onbekendheid in de markt zou bestaan met beleggen volgens een wetenschappelijke theorie, dat zij door hun grote omvang en reputatie een relatief voordeel zouden hebben om als eerste het beleggen van een wetenschappelijk accent te voorzien.

In ieder geval lijkt duidelijk dat de kracht van Amro Bank en Robecogroep moet liggen in de marketing en niet in de mogelijkheid om een algemeen bekende en gemakkelijk toegankelijke theorie toe te passen. 'Economies of scale' zijn er in de marketing, niet in het beleggingsbeleid per se.

Aan de vraagzijde van de markt hebben veel beleggers uiteraard interesse in beleggingsvormen die een hoog rendement beloven en tegelijkertijd de indruk wekken dat de toeneming in het risico gering en beheersbaar is. Sterk benadrukten de aanbieders daarom de vermeende beheersbaarheid van het risico en creëerden zij een beeld dat beleggen volgens de MPT eigenlijk in essentie een moderne vorm van sparen zou zijn. De term 'sparen' associëren velen vermoedelijk met beleggingsvormen waarbij de ingelegde hoofdsom ten minste nominaal beschermd blijft over iedere beleggingshorizon. Het is mijn indruk dat zowel het 'Amro all in fund' als de strategische portefeuilles van de Robecogroep veel beleggers met name hebben teleurgesteld toen bleek dat ook de nominale waarde van een participatie niet beschermd was tegen een aanzienlijke daling. Bij de introductie werd nog optimistisch geschreven: "de kans dat er een vermogensdaling zal optreden is bijna te verwaarlozen"¹¹.

Nu is iedereen wijzer en valt te hopen dat aanbieders van gemengde fondsen niet langer zullen spreken over 'beheersbare risico's', tenzij de opzet van het fonds de risico's inderdaad beheersbaar maakt. Echter, noch het 'Amro all in fund', noch de strategische portefeuilles van de Robecogroep voorzagen in het systematisch afdekken van het risico op waardedaling door bij voorbeeld aankoop van put-opties of door een systeem van 'portfolio insurance'. Bij een portefeuille die men op die manier heeft beschermd kan men met recht spreken van beheersbare risico's en wellicht zelfs de term 'sparen' voorzichtig hanteren met alle connotaties die dat biedt van bescherming tegen neerwaartse risico's.

Een gemengd fonds dat hoopt op een goed resultaat door spreading over verschillende beleggingscategorieën en 'market timing' mag naar mijn mening nooit de risico's beheersbaar of begrensd noemen. Amro Bank en Robeco-

11. *Belegging Express*, 25 september 1987.

groep hebben de beleggers geen verzekeringspremie in rekening willen brengen voor het afdekken van de risico's op een ernstige waardedaling, maar hadden dan ook voorzichtiger moeten zijn in de uitspraken over de beheersbaarheid en kwantificering van het risico.

Houdingen ten opzichte van risico

Het is wel degelijk zinvol om verschillende produkten aan te bieden die rekening houden met een verschillende mate van risico-aversie bij de beleggers. Dat is ook de praktijk in andere landen. Volgens de *Wall Street Journal* van 3 juli jl. gebruikt Kidder Peabody informatie van de beleggers over het door hen gewenste risico bij de verdeling van de portefeuille over een 'five category asset-allocation model'. Ook Merrill Lynch is begonnen met het enquêteren van de individuele beleggers over hun houding ten opzichte van risico. Dat is echter nog heel iets anders dan het doen van beloften over zowel het verwachte rendement als de daarbij behorende standaarddeviatie op een gespreide portefeuille. Bij mijn weten wordt dat door zich respecterende Amerikaanse beleggingsfondsen niet gedaan.

Grote beleggingsfondsen kunnen trouwens nog een andere stap nemen in hun eigen organisatie om te komen tot verdere vermindering van de risico's bij het beleggen. Zij kunnen het voorbeeld volgen van de Capital Research and Management-groep, een beleggingsinstelling in Los Angeles die verantwoordelijk is voor de fondsen van de American Funds Group. Totale omvang van deze fondsen is 30 miljard dollar, te vergelijken met de som van alle Robeco-fondsen. Het vermogen van elk fonds wordt verdeeld over vier tot zes portefeuille-managers. Bovendien beheren de analisten die werken voor de Capital Research Group al bescheiden porties van de ingelegde gelden, bij wijze van training voor een mogelijk toekomstige functie als portefeuille-manager. Iedere portefeuille-manager krijgt een bonus die afhangt van de resultaten van zijn deel van de portefeuille en, essentieel!, de groep zorgt ervoor om niet één uniforme rente-, wisselkoers- of marktvisie te ontwikkelen.

Een dergelijke organisatie van het vermogensbeheer is niet een recept voor spectaculaire resultaten, maar leidt wel tot eliminatie van het risico dat de 'huisvisie' op rente, beurs of wisselkoers verkeerd is en alle fondsen tegelijkertijd slechte resultaten boeken. Trouwens, in een recent overzicht in *Forbes* van 3 september 1990 blijken verschil-

lende fondsen van de Capital Research Group over een lange periode uitstekende resultaten te hebben geboekt. Bovendien is er nog het organisatorische voordeel dat de beleggingsresultaten niet afhankelijk zijn van één 'super star': "if one manager leaves the Fund there are four or five others who know what to do", aldus de voorzitter van de directie van Capital Research.

Wetgeving

Op 10 mei van dit jaar aanvaardde de Tweede Kamer het wetsvoorstel Wet toezicht beleggingsinstellingen (WTB). Deze wet gaat uit van een vergunningplicht voor alle beleggingsinstellingen die zich tot het publiek wenden. Daarbij wordt gekeken naar zaken als deskundigheid en betrouwbaarheid, bedrijfsvoering en informatie aan deelnemers en publiek. Het toezicht op de beleggingsinstellingen is door de wetgever gedelegeerd aan de Nederlandse Bank. De wet is vorige maand in werking getreden.

Het toezicht richt zich niet op het beleggingsbeleid per se, maar nadrukkelijk wel op de overeenstemming tussen het feitelijke beleggingsbeleid en de informatie die daarover wordt verstrekt aan deelnemers en publiek. Uit de voorbeelden die ik hierboven heb gegeven blijkt dat een aantal Nederlandse beleggingsfondsen heel gedetailleerde en kwantitatieve voorspellingen heeft gemaakt over de opbrengsten op hun beleggingsfondsen. Een analyse van de inconsistente en onvoorzichtige wijze waarop Amro en Robeco de MPT hebben toegepast, leert dat de propaganda niet goed was gefundeerd.

Het is te hopen dat de Nederlandsche Bank onmiddellijk na in werking treden van de Wet toezicht beleggingsinstellingen een actief beleid zal voeren en zal bijdragen tot betere voorlichting van de in Nederland aangeboden beleggingsfondsen. In het verleden is regelmatig en systematisch te veel beloofd aan de beleggers; als de aanbieders van de fondsen zelf niet besluiten hun propaganda bij te stellen – en misschien doen zij dat wel uit puur eigenbelang vanwege de weerslag die de slechte resultaten van de afgelopen periode zullen hebben gehad op de standing en de reputatie van de fondsen en de achter die fondsen staande principalen – valt zeer te hopen dat de toezichthouder zal bewerkstelligen dat de voorlichting van beleggingsfondsen op gepaste wijze rekening houdt met de onzekerheden waarmee beleggen in riskante titels nu eenmaal is behept.

E.J. Bomhoff