

Wetenschappelijk beleggen (II)

Reactie van de Robeco Groep

In zijn artikel *De grenzen van het wetenschappelijk beleggen* in *ESB* van 31 oktober 1990 levert E.J. Bomhoff kritiek op wat hij wetenschappelijk beleggen heeft gedoopt. In het artikel blijft onduidelijk waar Bomhoff zich richt tot de Robeco Groep en waar de kritiek aan het adres van de Amro Bank is gericht. Vaak combineert Bomhoff feitelijke gegevens van de Amro Bank met die van de Robeco Groep en rekent ze vervolgens beiden aan. Dit leidt tot een niet correcte voorstelling van zaken en brengt de lezer op een dwaalspoor. In deze reactie zullen wij onze bezwaren tegen het betoog van Bomhoff één voor één belichten, waarna zal worden ingegaan op de door de strategische portefeuilles (Groen, Blauw en Geel) behaalde resultaten over het eerste jaar.

Bomhoff baseert zijn feitenmateriaal vooral op veronderstellingen. Citaten als "het beleggen door Amro berust kennelijk", "naar mijn indruk gaan (Amro en Robeco) uit van", "onzekerheden over de correlaties lijken niet verwerkt", "als deze veronderstelling juist is", zijn hiervoor kenmerkend. Veelvuldig wordt gebruik gemaakt van informatie uit de tweede of zelfs derde hand. Bomhoff had zich veel zorgvuldiger kunnen informeren, bij voorbeeld door met ons contact op te nemen.

Bomhoff spreekt telkens over de Moderne Portefeuille Theorie (MPT). Bedacht moet worden dat binnen deze theorie verschillende concepten, waaraan al dan niet vergaande veronderstellingen ten grondslag liggen, een rol spelen. Markowitz legde het fundament onder al deze concepten. Zijn basisconcept veronderstelt slechts dat beleggers rendement als positief en risico als negatief waarden en dat beleggingsinstrumenten zich volledig laten beschrijven in termen van risico en rendement. Op basis hiervan kunnen richtlijnen opgesteld worden waarmee beleggingsportefeuilles kunnen worden samengesteld die een rendementsverwachting koppelen aan een zo laag mogelijk risico. Dit concept is inmiddels algemeen aanvaard en heeft Markowitz recentelijk een Nobelprijs opgeleverd. Zo stelt Haugen¹ bij voorbeeld: "The Markowitz model employs an equation

for portfolio variance that is perfectly accurate".

In het verleden ontbraken de noodzakelijke krachtige computers om dit basisconcept in praktijk te brengen. Om die reden werd het concept als fraai maar niet uitvoerbaar in de ijskast gezet. Juist vanwege de aantrekkelijkheid van het basisconcept gingen velen op zoek naar inzichten om er desondanks mee te kunnen werken. Indexmodellen en het Capital Asset Pricing Model (een evenwichtstheorie waarmee kan worden aangegeven hoe aandelen geprijsd zouden moeten zijn in relatie tot hun risico) zijn voorbeelden van de ontwikkelingen die hieruit volgden.

Deze verbijzonderingen hebben een grote conceptuele waarde maar gaan uit van een aantal vooronderstellingen die noodzakelijkerwijs leiden tot abstracties van de werkelijkheid. Zo is het Capital Asset Pricing Model (CAPM) minder geschikt voor ondersteuning van beleggen in de praktijk. Binnen het CAPM wordt onder meer verondersteld dat alle beleggers voor individuele aandelenfondsen dezelfde risico-rendementsverwachtingen hebben en dat ze onbepaald en risicovrij geld kunnen bijeen uitlenen. Conform dit model zal een ieder beleggen in een identieke portefeuille: de marktportefeuille. Naast deze portefeuille zal de belegger een deel van zijn geld aanhouden in een risicovrij beleggingsinstrument. De verhouding tussen deze twee beleggingsmogelijkheden wordt bepaald door de mate waarin de individuele belegger bereid is risico te lopen. In de praktijk echter blijkt dat beleggers verschillende verwachtingen hebben en dat zij zeker niet onbepaald en volledig risicovrij geld kunnen bijlenen. Ook één universele portefeuille voor alle beleggers komt in werkelijkheid niet voor. De veronderstellingen blijken dus erg theoretisch en gaan in de praktijk niet op.

1. R.A. Haugen, *Modern investment theory*, Prentice Hall, 1986, blz. 122.

Ontwikkelingen op het gebied van computers hebben inmiddels een praktische toepassing van het basisconcept van Markowitz mogelijk gemaakt. Steeds meer managers laten zich hierdoor ondersteunen bij hun beleggingsbeslissing. Zo ook de managers van de strategische portefeuilles van de Robeco Groep. De strategische portefeuilles zijn bedoeld voor de fiscaal bewuste particuliere belegger die zelf een risico-keuze wil maken en een bijbehorend optimaal rendement ná belasting nastreeft. De keuze van de juiste beleggingsmix wordt hierbij, actief, door de Robeco Groep verzorgd. De aandeelhouder maakt zelf de belangrijke – strategische – keuze welk risicoprofiel hem het beste past. Hij kan daartoe kiezen uit een belegging waarbij een laag (Groene portefeuille), gematigd (Blauwe portefeuille) of bewust (Gele portefeuille) risico wordt gelopen. Om een juiste keuze te kunnen maken wordt het verwachte risico-rendementsprofiel met een 95% waarschijnlijkheidsinterval gepubliceerd.

Het feit dat risico's expliciet in beeld worden gebracht maakt beleggen daarmee nog niet vergelijkbaar met sparen. Deze claim is door ons ook nooit uitgesproken. Alleen al het feit dat bij de drie strategische portefeuilles gesproken wordt van een respectievelijk laag, gematigd en bewust risico geeft dit aan. Het gebruik van deze drie onderscheiden risicowaarden is juist bedoeld om voor onze aandeelhouders in kaart te kunnen brengen dat een groter risico is verbonden aan het nastreven van meer rendement. Niet om valse beloften te doen, maar om valse hoop te voorkomen. De belangrijkste strategische beslissing die een belegger moet nemen is het bepalen van het risico dat hij bij het beleggen wenst te lopen!

De Robeco Groep ziet haar strategische portefeuilles niet, zoals Bomhoff wel beweert, als MPT-fondsen. Het is niet zo dat klakkeloos een of ander model wordt toegepast. In de introductieprospectus is er ook op gewezen dat beleggingsmodellen vooral een ondersteunende functie hebben. De verwachte rendementen en risico's van de componenten worden door de managers vastgesteld. Zoals elke belegger maken zij gebruik van hun ervaring uit het verleden. Technieken kunnen dit proces in belangrijke mate ondersteunen, nooit vervangen. De suggestie dat Kalman-filtermethodieken deze taak optimaal zouden vervullen is volledig uit de lucht gegrepen. (Co)varianties zijn dus niet "op inferieure wijze geprognosticeerd uit hun eigen recente verleden". Ook mag duidelijk zijn dat de Robeco Groep het beleggen op een ander niveau bedrijft dan dat wat bereikbaar is voor "elke doctoraal-student met een PC".

Bomhoff concludeert dat de Robeco Groep met deze wijze van beleggen de MPT inconsistent en onvoorzichtig toepast. Een aantal citaten maakt echter duidelijk dat hij daarbij niet de boom (de MPT) maar een van de takken (het CAPM) voor ogen heeft: "De MPT stipuleert nadrukkelijk dat er een verband moet zijn tussen de vereiste rendementen per categorie en de betreffende covariantiematrix" en "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 (...), des te hoger het geëiste rendement op die belegging". Alleen als in deze stellingen CAPM gelezen kan worden op de plaats waar nu MPT staat, snijden ze hout. Markowitz heeft in zijn basisconcept bij voorbeeld nooit de nadrukkelijke koppeling tussen risico en rendement geponeerd. Zo geformuleerd zijn de stellingen van Bomhoff dan ook pertinent onjuist.

Ook in "binnen de niet-liquiditeiten zouden de proporties aandelen, obligaties en onroerend goed voortdurend identiek moeten zijn" en "veel ernstiger is echter dat de zo nadrukkelijk geafficheerde moderne portefeuilletheorie naar mijn indruk niet is gebruikt om de noodzakelijke verbanden te leggen tussen onzekerheden en de verwachte rendementen" worden de strategische portefeuilles aan het theoretische CAPM getoetst, en niet aan andere concepten binnen die zelfde MPT. Het is onjuist hiermee het beleggingsbeleid van de strategische portefeuilles als inconsistent met de héle MPT af te schilderen. In de praktijk gaan de veronderstellingen achter het CAPM niet op. Vandaar dat het beleggingsbeleid van de strategische portefeuilles ondersteund wordt door computermodellen waarbij het basisconcept van Markowitz, en niet het CAPM, centraal staat. Binnen dit basisconcept zijn de stellingen dat "het percentage van nul voor aandelen in de groene portefeuille onder alle omstandigheden in strijd met de MPT [lijkt]" en "veronachtzaming van de efficient frontier" onhoudbaar. Waar hij beweert dat de Robeco Groep de MPT niet juist toepast, verwijt Bomhoff ons in feite dat we het CAPM niet juist hantieren. Aangezien wij dit theoretisch evenwichtsmodel in het geheel niet toepassen bij ons beleggingsbeleid, is een verwijt dat we het verkeerd toe zouden passen niet opportuun.

De Robeco Groep is van mening dat vooralsnog alleen het basisconcept van Markowitz praktische toepasbaarheid toestaat, zeker op de zorgvuldige en consistente wijze waarop dit wordt toegepast bij de strategische portefeuilles. Het verwijt van Bomhoff dat wij "te veel beloven" delen wij dan ook allerminst. Nergens in onze teksten worden belof-

ten gedaan, zekerheden of garanties gegeven. Dat wij een verwacht rendement geven is niet zo vreemd. Alles wat beleggers doen is gebaseerd op verwachtingen. Als verwachtingen niet expliciet worden uitgesproken liggen ze wel impliciet ten grondslag aan de beleggingsbeslissing. We kunnen niet een onderscheid laten maken tussen drie strategische portefeuilles als we niet duidelijk maken waarin dit onderscheid zit: namelijk in het verwachte rendement en het bijbehorende risico.

Uiteraard moeten we achteraf constateren dat de strategische portefeuilles in het eerste jaar geconfronteerd zijn met een reeks van uitzonderlijke gebeurtenissen. De hereniging van de Duitslanden met als gevolg scherpe rentestijgingen, de derde oliecrisis en de ontwikkelingen van internationale onroerend-goedportefeuilles zijn door niemand voorziene gebeurtenissen waardoor de verwachtingen die we een jaar geleden hadden niet zijn uitgekomen. Het is dan slechts een schrale troost als de, binnen de grenzen van de drie risicoprofielen, gevoerde uiterst defensieve beleggingspolitiek de schade nog enigszins heeft beperkt.

Het moet duidelijk zijn dat het ons voor onze aandeelhouders spijt dat de ontwikkelingen op beleggingsmarkten zo negatief zijn geweest. Wij kunnen niet anders dan met zorgvuldig gedefinieerde risicoprofielen en overwogen verwachtingen werken. Beleggen is immers niets anders dan handelen conform die verwachtingen. Dat is altijd zo geweest en zal ook in de toekomst niet anders zijn.

H.H. van der Koogh

Directeur Strategische Portefeuilles en Research