

KOERSEN NIET TE VOORSPELLEN

Jacques Wintermans

Actieve en passieve beleggers kregen het de afgelopen weken in vergelijkbare mate voor de kiezen. De discussie over de meerwaarde van actief beheer gaat echter onverminderd door. Deze week de geharnaste opvatting van Jacques Wintermans, directeur van Meesman Index Investments.

Iedereen denkt dat je met goed onderzoek, veel ervaring, up-to-date kennis en een gezonde portie intuïtie een beter rendement kunt halen dan het gemiddelde van de beurs. Het lijkt zeer aannemelijk dat onderzoek, ervaring, kennis en intuïtie ertoe doen bij beleggen. Veel gerespecteerde vermogensbeheerders en bankadviseurs verdienen een goed belegde boterham met het adviseren over beurskoersen. Veel particuliere beleggers vertrouwen hun geld aan hen toe en volgen hun adviezen op. U mag er toch van uitgaan dat deze professionele beleggers echte toegevoegde waarde leveren door meestal correct de beurskoersen te voorspellen en daardoor een hoger rendement voor hun klanten te realiseren dan gewoon het gemiddelde van de markt? Maar dat is meestal niet het geval. Er is een overmaat aan wetenschappelijk onderzoek dat aantoonde dat het niet goed mogelijk is voor beleggers, of het nu doorgewinterde professionals of goedwillende amateurs zijn, om de beurs jaar in jaar uit te verslaan. Soms lukt het een keer. Robeco liet de kurken knallen begin 2006. Maar meestal hoor je ze niet in het nieuwe jaar.

De matige prestaties van fondsmanagers zijn een goed bewaard geheim. Zeker in Nederland. Het ene onderzoek dat Lars Dijkstra en Wouter Sturkenboom eerder deze maand aanhaalden in hun artikel in FD Geld 'Oude wijsheden aan diggelen' ligt naast een hoge stapel onderzoeken waaruit blijkt dat particuliere noch professionele beleggers de markt kunnen verslaan. De enige conclusie die daaruit getrokken kan worden is dat beurskoersen niet of nauwelijks te voorspellen zijn.

Eugene Fama, professor aan de



ILLUSTRATIE: VENKE R. VAN GEERIK

De basis voor deze en andere revolutionaire inzichten op het gebied van beleggen is gelegd in Amerika in de relatief korte periode tussen 1952 en 1973. Harry Markowitz opende de rij met zijn Modern Portfolio Theory. Daarin liet hij zien dat een portefeuille met meerdere soorten beleggingen meer rendement oplevert dan je op het eerste gezicht zou denken. Franco Modigliani en Merton Miller volgden in 1958 met hun revolutionaire kijk op financiering. Bill Sharpe formuleerde zijn Capital Asset Pricing Model in 1964. Paul Samuelson schreef in 1965 over de Random Walk Theory, nadat hij in een Franse bibliotheek het stof had afgeblazen van een dissertatie van Louis Bachelier uit 1900, die stelde dat koersverloop uit het verleden niets zegt over toekomstige koersen. Eugene Fama kwam in 1965 met zijn Efficient Market Theory in een poging een verklaring te geven voor de ondermaatse prestaties van fondsbeheerders. Fisher Black, Myron Scholes en Robert Merton publiceerden in het begin van de jaren zeventig een baanbrekende studie over derivaten. Vijf van deze briljante wetenschappers zijn later geëerd met een Nobelprijs voor Economie.

De echte doorbraak bij een breder publiek kwam 'dankzij' de beurscrisis van 1973-1974. Vóór deze crisis namen beleggers niet de moeite om na te gaan hoe hun financiële adviseurs bij banken eigenlijk presteerden ten opzichte van de markt. Beleggers namen gewoon aan dat deze deskundigen de markt met wel 20% zouden verslaan. Maar de beurscrisis van 1973-1974 maakte aan die misvatting een abrupt einde. Het bleek dat die deskundigen helemaal niet in staat waren om het beter te doen dan de markt! Veel beleggers keerden zich af van hun financiële adviseurs.

De wetenschappelijke inzichten en het empirisch onderzoek van de jaren vijftig en zestig en vooral de crisis van 1973-1974 hebben het financiële landschap in Amerika onherkenbaar veranderd. Deze revolutie is deels aan de

Universiteit van Chicago, heeft daar in zijn dissertatie in 1965 een verklaring voor bedacht: de efficiëntemarkttheorie. Die theorie komt er in het kort op neer dat al het openbare nieuws in de koersen van de aandelen verwerkt zit. De beurs is 'efficiënt' in het verwerken van nieuws. Koersen reageren direct als er nieuws is. Als u 's morgens in uw krant positief nieuws leest over een beursgenoteerd bedrijf, dan is dat dezelfde dag al in de openingskoers verwerkt. Met 'oud nieuws' kun je op de beurs niet scoren. Nieuws brengt koersen direct in beweging. En nieuws is per definitie onverwacht. Wie beweert koersen te kunnen voorspellen, beweert in wezen dat hij nieuws kan voorspellen. De grap 'Zonder voorkennis is beleggen pure speculatie' vat deze theorie goed samen.

De bewering van Dijkstra en Sturkenboom dat Harry Markowitz, 'de grondlegger van de efficiëntemarkttheorie', zijn hypothese zelf weerlegt is een slag in de lucht. Deze foutieve bewering wordt een week later herhaald door journalist Vincent Strik in FD Geld van 12 januari. Harry Markowitz is niet de grondlegger en hij heeft nooit beweerd dat de markt efficiënt is, liet hij mij desgevraagd weten.

Maar zelfs als gerenommeerde wetenschappers de theorie aanvallen, dan betekent dat nog niet dat het empirisch onderzoek ineens andere resultaten oplevert. We weten heel goed dat de koersen niet of nauwelijks te voorspellen zijn, we weten minder goed waarom dat zo is. De efficiëntemarkttheorie is heel elegant, maar niet erg robuust. Zij gaat uit van rationeel beslissende beleggers. Behavioral finance heeft overtuigend aangetoond dat veel beleggingsbeslissingen beslist niet rationeel zijn. Mensen worden sterk beïnvloed door hun emoties. Hebzucht en angst zijn op de beurs slechte raadgevers. Maar ook gewapend met deze inzichten lukt het beleggers niet de markt te verslaan.

Wat echt robuust is, is niet de theorie maar het empirisch onderzoek. Dat staat als een rots in de branding. Het lukt bankiers en vermogensbeheerders niet de juiste aandelen te kiezen en op het juiste moment in-en uit te stappen. Dat is een 'inconvenient truth' voor bankiers. En het is verrassend voor particuliere beleggers, die hierover nooit zijn ingelicht. Het is zelfs zo verrassend dat ze het in eerste instantie niet kunnen geloven. Kortom, dat beurskoersen niet te voorspellen

Nederlandse particuliere belegger voorbijgegaan. Zij profiteren nog maar mondjesmaat van de toen geformuleerde wetenschappelijke inzichten. Dat geldt niet voor Nederlandse pensioenfondsen. Die passen sinds jaar en dag deze wetenschappelijke inzichten met succes toe. Ze beleggen een groot deel van hun vermogen in goedkope indexfondsen en krijgen daarvoor sindsdien een beter rendement in ontwikkelde markten voor een lagere prijs.

In Amerika zijn veel van deze inzichten wel bij particulieren bekend. Meer dan 100 miljoen Amerikanen beleggen een deel van hun vermogen passief in goedkope indexfondsen. Voor particuliere beleggers in Nederland is het goede nieuws van deze wetenschappelijke revolutie dat beleggen aanzienlijk eenvoudiger is geworden. Iedereen die kennis neemt van deze inzichten kan zelf aan de slag met beleggen. Met meer succes dan financiële deskundigen.

Jacques Wintermans is directeur van Meesman Index Investments.

zijn, is een bewering die ingaat tegen het gevoel en tegen het gezonde verstand. Het is voor beleggers, die dit voor het eerst horen, in de woorden van Nietzsche, een 'Umwertung aller Werten', de wereld op zijn kop. Veel mensen vinden dit nieuws zo indruisen tegen alles wat ze over beleggen weten, dat ze het niet kunnen en willen geloven.

Nederland loopt achter

Voorals in Nederland is er bij particulieren weinig bekend over het fenomeen dat beurskoersen nauwelijks te voorspellen zijn en over de kosten die vermogensbeheerders in rekening brengen zonder dat ze daarvoor een betere prestatie leveren. Deze misvatting wordt mede in stand gehouden door een financiële wereld die de schijn ophoudt dat beurskoersen wel te voorspellen zijn. Beheerders van fondsen incasseren voor het beheren en beleggen van geld gemiddeld 2% van het belegde vermogen per jaar. Je verwacht dat ze in ruil daarvoor 3% of 4% of liever nog meer extra rendement maken ten opzichte van het gemiddelde van de markt. Want dan zijn de tarieven die de particuliere belegger betaalt een goede investering. Maar het bizarre is dat vermogensbeheerders met hun fondsen juist gemiddeld 2% op de markt achterblijven.