Mijn strategie
Door: Mees Bovelander
Datum: 16-02-2022

Introductie

Laten we bij het begin beginnen. Het doel van mijn strategie is om een rendement (gecorrigeerd voor risico) te behalen dat hoger ligt dan het rendement van de markt. Individuele beleggers, die hun vermogen actief alloceren, zijn bijzonder gefixeerd op het 'verslaan van de markt'. Hiermee wordt bedoeld dat het individu er naar streeft om zijn/haar kapitaal sneller te laten groeien dan de rest van de markt. In de basis is dit een volkomen rationele houding. Waarom zou ik mijn portfolio actief beheren als ik even goed mijn vermogen kan beleggen in een index? Een rationele belegger moet zich daarom afvragen of hij/zij voldoende reden heeft om aan te nemen dat zijn/haar strategie voldoende additionele waarde creëert om voor de (extra) geïnvesteerde tijd te compenseren. In andere woorden, weegt de hoeveelheid moeite die actief beheer vereist op tegen de hoeveelheid extra gerealiseerd rendement. Het antwoord op deze vraag zal uiteraard per persoon verschillen. De pijnlijke waarheid is dat het antwoord over het algemeen 'Nee' is. Het overgrote gedeelte van de individuele beleggers slaagt er namelijk niet in om de resultaten van de index bij te benen[1]. Meer moeite, minder resultaat. In dit stuk zal ik uiteenzetten op welke wijze ik mijn rendement probeer/verwacht te maximaliseren.

[1] The Behavior of Individual Investors

Is de markt efficiënt?

Het startpunt van mijn beleggingsstrategie heeft betrekking tot de efficiënte markthypothese. Deze hypothese stelt dat dat prijzen de intrinsieke waarde van het onderliggende goed op een juiste manier weerspiegelen. Om te beoordelen of het überhaupt zinvol is om ondergewaardeerde bedrijven op te sporen moet worden vastgesteld of de efficiëntie van de markt kan worden betwist. Indien de efficiëntie van de markt wordt beschouwd als een gegeven is het selecteren van individuele bedrijven namelijk een zinloze bezigheid. Gedurende mijn zoektocht naar de juiste strategische benadering heb ik geconcludeerd dat markten niet te allen tijde een efficiënte prijs tot stand brengen. Ik ben ervan overtuigd dat marktprijzen kunnen divergeren van intrinsieke waarde. Ik zal beknopt toelichten hoe ik tot deze conclusie ben gekomen.

Portfolio Theory en het CAPM

Eén van de belangrijkste academische theorieën, met betrekking tot finance, is ontwikkelt door de Amerikaanse econoom Harry Markowitz. De zogenaamde 'Portfolio Theory' die Markowitz heeft ontwikkelt is een normatieve theorie die aantoont hoe een rationele belegger zijn portfolio zou moeten selecteren op basis van verwachte rendementen en zijn (risico) preferenties[2]. Omdat de fundering van het model berust op een aantal (sterke) aannames heeft het model in de realiteit weinig voorspellende waarde. Toch is het model van onschatbare waarde geweest voor de academische wereld. Zo biedt het model een wiskundige onderbouwing voor de effectiviteit van diversificatie. Daarnaast is Portfolio Theory het startpunt geweest voor het Capital Asset Pricing Model (CAPM)[3]. Het Capital Asset Pricing Model is een model dat wordt gebruikt om het rendement te berekenen dat een belegger moet 'verlangen' op basis van het risico dat hij of zij neemt. In het standaard CAPM is risico dus de enige coëfficiënt die rendement verklaart. In andere woorden, het model voorspelt dat rendement een product is van de hoeveelheid gelopen risico en ondersteunt hiermee de efficiënte markthypothese. In de praktijk blijkt dat verschillende strategieën een zogenoemde 'Alpha' kunnen creëren. Dit houdt in dat er wetenschappelijk bewijs is gevonden voor factoren, die geen interactie hebben met risico, maar die wel de verklaarde variantie vergroten in een asset pricing model. De Alpha geeft aan dat het behalen van een, voor risico gecorrigeerde, *overperformance* mogelijk is. Voor de duidelijkheid, indien er sprake is van een efficiënte markt bestaat er geen Alpha in het CAPM. Dit klinkt wellicht allemaal wat abstract. De reden dat ik het CAPM aanhaal is omdat het mijn eerste ervaring was met een valide bewijs voor van de inefficiëntie van de markt. De factoren die een Alpha creëren (Value, Size & Momentum) tonen namelijk aan dat beleggers een bovengemiddeld resultaat kunnen behalen op basis van strategisch vernuft. Het bestaan van de Alpha heeft voor mij blootgelegd dat actief portefeuillebeheer, gericht op exploitatie van de juiste factoren, kan lonen.

---

[2] Markowitz, H. M. (1991). Foundations of portfolio theory.

[3] Jagannathan, R., & Wang, Z. (1996). The conditional CAPM and the cross-section of expected returns.

Interpretatie van de Alpha coëfficiënt

Ik begrijp dat dit wellicht allemaal wat abstract is. Om eerlijk te zijn had ik zelf ook enige tijd nodig om deze principes volledig te begrijpen. Daarom zal ik proberen om het op een iets eenvoudigere manier uiteen te zetten.

Indien de efficiëntie van de markt een gegeven is bestaat er een vaste verhouding tussen risico en rendement. Deze kan, zoals gezegd, worden afgeleid uit de *Modern Portfolio Theory* van Harry Markowitz. In feite houdt dit in dat markt een vastgestelde hoeveelheid return levert voor een 'eenheid' risico (gemeten in termen van covariantie met de index). Een investeerder betaalt voor zijn/haar rendement een prijs in de vorm van variantie. Dit betekent overigens niet dat het onmogelijk is om een rendement te behalen dat hoger ligt dan dat van de marktindex. Het verhogen van het risicoprofiel, door de *exposure* naar volatiliteit te vergroten, hoort in een efficiënte markt te worden beloond met een hoger rendement. De mate van blootstelling aan risico en de hoeveelheid gerealiseerd rendement hoort namelijk (in een efficiënte markt) evenredig te zijn. In andere woorden, als je het risico verdubbelt en daarmee het rendement verdubbelt blijft het gecorrigeerde rendement onveranderd. Het idee hierachter is dat superieure verhoudingen tussen risico en rendement dusdanig snel worden opgepikt door *arbitrageurs* dat dit soort buitenkansjes zijn verdwenen voor een markt participant er erg in heeft[4]. Als er sprake is van een positieve Alpha wordt deze 'ijzeren wet' met voeten getreden. Het bestaan van een Alpha impliceert namelijk dat returns niet volledig worden verklaard door de bèta coëfficiënt. In andere woorden, de verhouding tussen risico en rendement is niet langer proportioneel. Dat de value, size en momentum factoren een Alpha creëren toont aan dat aandeelhouders van bedrijven die aan deze karakteristieken voldoen sterker worden gecompenseerd voor een gelijkwaardig risicoprofiel. Deze factoren zorgen voor een superieure risico/rendement verhouding.

Dus, is de markt efficiënt?

Dit is een lastige vraag. De efficiënte markthypothese heeft bijzonder veel voet aan de grond gekregen in de academische wereld. De modellen zijn robuust, de formules zijn kloppend en de resultaten zijn significant. Toch kan, naar mijn inzien, niet worden uitgesloten dat deze resultaten (voornamelijk) het gevolg zijn van onrealistische aannames over menselijk keuzegedrag. Een descriptieve benadering van de markt laat immers zien dat het bestaan van Alpha creërende factoren evident is. Daarnaast valt het periodieke optreden van bubbels[5], waarbij de prijzen duidelijk divergeren van hun intrinsieke waarde, moeilijk te verklaren vanuit het perspectief van een efficiënte markt. Tot slot, is er nog *the elephant in the room*. Prominente figuren zoals Warren Buffett, Benjamin Graham en Peter Lynch hebben met hun uitmuntende resultaten stuk voor stuk aangetoond dat het 'verslaan van de markt' in de realiteit mogelijk is[6]. Genoeg reden om de EMH in twijfel te trekken.

---

[4] Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work

[5] Shiller, R. C. (2000). Irrational exuberance.

[6] Frazzini, A., Kabiller, D., & Pedersen, L. H. (2013). Buffett's Alpha

‘A capital market is said to be efficient if it fully and correctly reflects all relevant information in determining security prices. Formally, the market is said to be efficient with respect to some information set, ϕ, if security prices would be unaffected by revealing that information to all participants. Moreover, efficiency with respect to an information set, ϕ, implies that it is impossible to make economic profits by trading on the basis of ϕ.’[7]

Tot slot nog een nuance. Het feit dat een groot gedeelte van de individuele beleggers het vermogen heeft belegd in ‘losse aandelen’ geeft aan dat er weinig waarde wordt gehecht aan de efficiënte markthypothese. Tegelijkertijd is het ondermaats presteren van de individuele belegger een valide argument voor deze hypothese. Deze paradoxale situatie heeft ertoe geleid dat individuele beleggers, als groepering, zijn omgedoopt tot ‘dumb money’.

De value premium

In de voorgaande passage heb ik uiteengezet op basis waarvan ik de aanname doe dat ‘de markt’ niet te allen tijde een efficiënte prijs tot stand brengt. Het doen van deze aanname is, zoals eerder gesteld, noodzakelijk om een rationele onderbouwing te hebben voor het beleggen in individuele bedrijven. Uit de literatuur bleek dat *mispricing* betekent dat er een superieure verhouding tussen risico en rendement bestaat die vervolgens tot uitdrukking komt in een Alpha coëfficiënt. Eveneens werd aangetoont dat *mispricing* zich lijkt te concentreren rondom een aantal specifieke ‘factoren’. In andere woorden, waar *mispricing* optreedt is tot op zekere hoogte voorspelbaar en kan daarom in het voordeel worden gebruikt. Een belegger kan zijn/haar kans op overperformance (α) dus maximaliseren door de focus te leggen op aandelen die tot één of meerdere van de besproken factoren behoren. In mijn ogen is dit dé manier om de kansen in jouw voordeel te krijgen.
Binnen mijn strategie ligt de focus voornamelijk op het exploiteren van de *value* factor. Deze factor heeft betrekking tot de waardering van aandelen relatief tot hun intrinsieke waarde. Een aandeel wordt aangemerkt als *value stock* als er een lage prijs wordt betaald in verhouding tot een meetbare indicator van intrinsieke waarde. Vaak wordt hierbij gekozen voor de verhouding tussen de koers van het aandeel en de cashflow, winst of boekwaarde.

‘The implementation of the value style can be straightforward. Take a set of stocks and sort them by some measure of fundamental value to price. Go long or overweight the stocks that have high fundamental value to price (“cheap” stocks) and short or underweight the ones that have low fundamental value to price (“expensive” stocks). By being explicitly long and short, the resulting portfolio has very little correlation with the overall equity market, and when applied across many stocks, can capture the aggregate return to value investing while diversifying away idiosyncratic security risk’.[8]

---

[7] Malkiel, B. G. (1989). Efficient market hypothesis
[8] Asness, C., Frazzini, A., Israel, R., & Moskowitz, T. (2015). Investing with style.

De wetenschappelijke onderbouwing voor *value investing*, waarbij de focus op 'goedkope' aandelen ligt, is bijzonder sterk. Zo blijkt uit de onderzoeken van Eugene Fama en Kenneth French[9] dat *value stocks* een significante *outperformance* laten zien ten opzichte van de marktindex. Academische papers zijn op dit gebied zeer eensgezind - *value* werkt. Hierbij moet de kanttekening worden geplaatst worden dat er tot op het heden (nog) geen consensus bestaat over een verklaring van dit verschijnsel. Waarom is dit belangrijk?

Waarom werkt value investing?
Het is belangrijk om na te gaan waar een overperformance, in de vorm van een Alpha, door kan worden verklaard. Zoals gesteld definieer ik Alpha als een superieure verhouding tussen risico en rendement. Het geeft aan dat een belegger met een gelijkwaardig risicoprofiel sterker wordt gecompenseerd. Hierbij is het belangrijk om te realiseren dat risico in deze context wordt gemeten aan de hand volatiliteit. Als *value stocks* een risico met zich meebrengen dat niet tot uitdrukking komt in de Bèta (covariantie met de marktindex) is het de vraag of de Alpha een compleet beeld geeft van de verhouding tussen risico en rendement. Gelukkig (voor *value investors*) blijkt uit het onderzoek 'Where is the risk in Value' van Golubov & Konstantinidi dat de overperformance van *Value stocks* niet kan worden verklaard vanuit 'verbogen' risico.[10]

Het is natuurlijk de vraag hoe het kan dat een value premium op lange termijn kan blijven bestaan. Uitgaande van een rationele markt hoort deze *overperformance* te verdwijnen zodra het publiekelijk bekend wordt dat *value stocks* superieure resultaten genereren. Deze informatie zou immers verwerkt moeten worden in de koers als gevolg van arbitrage. Toch tonen meerdere studies[11] aan dat de value factor op lange termijn een positieve Alpha creëert. Op basis van deze onderzoeksresultaten kan worden geconcludeerd dat de markt geen efficiënte prijs tot stand lijkt te brengen (onderwaardering) voor het type aandeel dat verhandeld wordt tegen de laagste multiples (P/B, P/E, P/FcF).

In mijn optiek ligt een groot gedeelte van de verklaring voor de *value premium* in de karakteristieken van *value stocks*. Zoals gesteld hebben we het over aandelen waarbij een lage prijs wordt betaald in verhouding tot een meetbare indicator van intrinsieke waarde. Dit kan betekenen dat de potentie van een aandeel onopgemerkt is gebleven of dat de de markt als geheel heeft besloten dat het bedrijf een kritiek toekomstperspectief heeft. Het laatste heeft hierbij de overhand. Over het algemeen zie je dat aandelen met lage P/E, P/B en P/FcF ratio's hun populariteit hebben verloren. Het zijn aandelen waar alle glans vanaf is waardoor een (irrationeel) lage betalingsbereidheid ontstaat. In andere woorden, niemand wilt deze 'lelijke eendjes' kopen. Dit creëert een ideale 'broedplek' voor onderwaardering en is tevens de verklaring waarom *value investing* zo goed werkt.

---

[9] Kenneth R. French - Data Library
[10] Golubov, A., & Konstantinidi, T. (2019). Where Is the Risk in Value?
[11] Carlisle, T. E. (2014). *Deep value*. John Wiley & Sons.

Value investors 'vissen in een poel' waar het sentiment dusdanig negatief is dat de intrinsieke waarde uit het oog wordt verloren. Zoals een overvloed aan positief sentiment kan leiden tot (extreme) overwaardering kan een overvloed aan negatief sentiment leiden tot (extreme) onderwaardering. Value investors snappen dit principe. Die snappen dat zij de kans op het vinden van een ondergewaardeerd aandeel aanzienlijk vergroten door te zoeken op plekken waar negatief sentiment de rationaliteit heeft verdreven. Eveneens worden aandelen die worden geprijsd, en dus afhankelijk zijn van, sentiment, vermeden.

Mijn kijk op Value

Hoewel *value investing* over het algemeen in verband wordt gebracht met ratio's, cijfers en berekeningen ben ik van mening dat dit niet geheel accuraat is. Voor mij houdt deze strategie in dat de optimalisatie van rendement voornamelijk kan worden gerealiseerd door sentiment te interpreteren en vervolgens te exploiteren. Dit vereist kennis van menselijk handelen en bovenal het vermogen om hier tegenin te durven gaan. Het onafhankelijk bewegen van een groep druist in tegen de intuïtie maar is desalniettemin een noodzakelijk onderdeel van *value investing*. Het feit dat de *value* strategie voornamelijk een anticipatie is op sentiment van derden lijkt tot op het heden weinig begrepen. Het gros van de beleggers ziet *value investing* als een veredelde koopjesjacht waarbij simplistische ratio's als waarderingsgrondslag worden gebruikt. In mijn optiek is de structurele *outperformance* van *value investing* grotendeels toe te wijzen aan deze kortzichtige interpretatie.

Ik denk dat het basisprincipe achter de *value* strategie vrij simplistisch van aard is; het volgen van de intuïtie werkt niet (altijd) op de beurs. Een groot gedeelte van de beleggers is op zoek naar gezonde, stabiele en groeiende bedrijven. In de basis klinkt dit logisch. Het problematische aan deze benadering is dat deze gedeelde perceptie van 'een goede investering' kan leiden tot een disproportionele waardering. Dit is cruciaal om te begrijpen. Het investeren in de gezonde, stabiele en groeiende bedrijven leidt, als gevolg van overwaardering, over het algemeen niet tot het gewenste resultaat. Als een grote groep beleggers op zoek is naar bedrijven met dezelfde eigenschappen (omdat dit intuïtief voelt) zorgt het marktmechanisme ervoor dat de prijs van deze aandelen stijgt. Populariteit, uitgedrukt in een toename van de vraag, beïnvloedt dus de prijs zonder dat de intrinsieke waarde verandert. Vanuit een waarderingsperspectief is dit problematisch. Het doel van beleggen is namelijk om een bedrijf te kopen tegen een prijs die lager ligt dan de intrinsieke waarde. Indien populariteit, sentiment en kuddegedrag de prijs van een aandeel stuwen, zonder de intrinsieke waarde te beïnvloeden, wordt de kans op onderwaardering dus per definitie kleiner. In andere woorden, sentiment hoort (bij de koopbeslissing) de vijand te zijn van elke rationele belegger.

Binnen mijn strategie focus ik mij voornamelijk op bedrijven die, door toedoen van sentiment, worden verhandeld tegen prijzen die ver onder hun intrinsieke waarde liggen. Ik maak gebruik van financiële ratio's (P/E en P/FcF) als indicator van sentiment. Vervolgens analyseer ik in hoeverre mijn waardering van het bedrijf zich verhoudt tot de koers. Bij het waarderen van een bedrijf laat ik mij zo min mogelijk sturen door meningen en invloeden

van derden. De jaarverslagen zijn binnen het proces van waardering de enige waarheid. Daarna volgt de belangrijkste stap in het proces. Wanneer mijn perceptie van intrinsieke waarde, die het product is van mijn waardering, hoger ligt dan de koers ga ik opzoek naar een verklaring. In mijn optiek is er altijd een aanwijsbare reden voor *mispricing*. Nagaan in hoeverre het waarschijnlijk is dat de markt een inefficiënte prijs tot stand brengt voor het aandeel in kwestie is een overschaduwd maar cruciaal onderdeel van beleggen. Beleggen gaat immers niet alleen over jouw perceptie van waarde maar ook die van een ander.

Risico

Risicomanagement is in mijn optiek het belangrijkste onderdeel van beleggen. Door de non-lineaire invloed van verliezen op de *compounding rate* is het beperken van verlies cruciaal. Met non-lineaire invloed bedoel ik dat een verlies zwaarder weegt op het geometrische gemiddelde dan een winst. In andere woorden, voor het maximaliseren van het eindvermogen is het belangrijker om grote missers te voorkomen. Het is niet voor niets dat '*Don't lose money*' de belangrijkste regel is van niemand minder dan Warren Buffett.

Risico is helaas een zeer complex begrip. De pogingen van academici om risico op de juiste manier te kwantificeren is tot dusver tevergeefs. De manier waarop risico wordt benaderd in de academische wereld is ronduit onrealistisch en onbruikbaar in de praktijk. Ik zal kort uitleggen waarom, en beschrijven wat ik wél een goede manier vind om risico te benaderen.

In de academische wereld is de verhouding tussen risico (gemeten in volatiliteit) en rendement heilig. Zoals eerder beschreven geeft het CAPM model een verhouding weer tussen risico en rendement. Zolang deze verhouding gelijk blijft maakt een academicus (die dit principe ondersteunt) geen onderscheid het absolute gerealiseerde rendement. Dit houdt in dat een 10% rendement met een bèta van 2 gelijkwaardig is aan 5% rendement met een bèta van 1, aangenomen dat er geen risicovrij object in het spel is. Dit klinkt natuurlijk mooi, je corrigeert voor risico omdat de mens niet van risico houdt.

Toch is het een vrij apart principe. Volatiliteit wordt op deze manier weggezet als een kostenpost. Je kunt risico immers afkopen door de blootstelling naar volatiliteit te verlagen. Hierbij wordt uit het oog verloren dat risico op zichzelf geen probleem hoeft te zijn. Beleggers zijn in de basis bezig met een optimalisatieprobleem; Hoe kan ik de groeivoet van mijn kapitaal maximaliseren? Als het verlagen van het risico per definitie leidt tot een lagere uitkomst is de vraag waarom we het überhaupt zouden doen. Het vermijden van risico zou daarom veel meer gezien moeten worden als een manier om het eindvermogen te maximaliseren. Het gebruik van risicomanagement om de groeivoet van het kapitaal te optimaliseren wordt ook wel kostenefficiënt hedgen genoemd.