

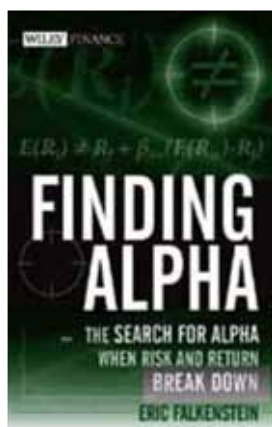
Finding Alpha

The search for alpha when risk and return break down

Review door David Blitz,
Head Quantitative Equity Research bij Robeco



Finding Alpha
The Search For Alpha
When Risk And Return
Break Down
Eric Falkenstein
uitgever: Wiley, 2009,
ISBN 978-0-470-44590-7



In “Finding Alpha” betoogt Eric Falkenstein dat het nemen van meer risico bijna nooit gepaard gaat met een navenant hoger rendement. Theoretische modellen die wel een positieve relatie tussen risico en rendement impliceren, zoals het Capital Asset Pricing Model (CAPM), verwijst hij daarmee naar de prullenmand. Empirisch laat Falkenstein onder meer zien dat naar-

mate aandelen risicovoller zijn, bijvoorbeeld in termen van de CAPM bèta, volatiliteit of leverage, het rendement niet hoger is. Voor andere beleggingscategorieën vindt hij soortgelijke resultaten. Zo blijken high yield obligaties niet beter te renderen dan investment grade obligaties. En ook als het gaat om beleggingsfondsen, opties, futures, valutamarkten, loterijen, filmproducties of gokken op sportwedstrijden, keer op keer blijkt dat meer risico in de praktijk niet wordt beloond met meer rendement.

De basis voor de verklaring van dit fenomeen is volgens Falkenstein dat jaloezie een belangrijkere drijfveer is dan hebzucht. Waar gangbare economische theorieën ervan uitgaan dat mensen streven naar het maximaliseren van hun absolute welvaart, hechten mensen volgens Falkenstein meer belang aan hun positie in vergelijking tot anderen. Dit denken in termen van relatieve welvaart hangt nauw samen met benchmarking: het evalueren van de eigen prestaties door deze te vergelijken met die van een index of peer group. Dit verklaart bijvoorbeeld ook waarom, gemiddeld genomen, mensen nu niet gelukkiger zijn dan bijvoorbeeld honderd jaar geleden, toen het algehele welvaartsniveau aanzienlijk lager lag. Falkenstein laat ook formeel zien hoe de afwezigheid van risicopremies op deze wijze kan worden verklaard. Kort gezegd is de argumentatie dat als de nutsfunctie is gebaseerd op relatieve welvaart, risico nemen neerkomt op het afwijken van de consensus, ofwel de marktportefeuille. Het beleggen in laag-risico aandelen is in die optiek even risicovol als het beleggen in hoog-risico aandelen. Bovendien zijn deze risico's vermijdbaar, zodat beleggers er niet voor hoeven te worden beloond met meer rendement. Op die manier ontstaat een vlakke relatie tussen rendement en risico, net zoals geobserveerd in de praktijk.

Het enige risico dat nog wel een beetje lijkt te worden beloond is de stap van extreem veilige obligaties naar iets minder veilige obligaties, bijvoorbeeld 1-jaars T-bills in plaats van 3-maands T-bills, of BBB obligaties in plaats van AAA obligaties. Dat hier nog een kleine risicopremie verdiend kan worden wijt Falkenstein aan het feit dat veel beleggers altijd een bepaald deel van hun geld volledig veilig willen stellen.

Falkenstein gaat zelfs de stelling aan dat de risicopremie op aandelen nihil is. Hij doet dit door te beargumenteren dat de risicopremie doorgaans tot wel 15% wordt overschat doordat geen rekening wordt gehouden met rendement-op-rendement effecten, survivorship bias/peso-problemen, veranderingen sinds de Tweede Wereldoorlog, belastingen, verkeerde timing van de markt en transactiekosten. Dit deel van het boek is duidelijk te kort door de bocht. Weinig lezers zullen het getal van 15% serieus nemen, al is het alleen maar omdat de genoemde effecten niet zomaar bij elkaar opgeteld kunnen worden. Dit is jammer, omdat het op zich heel interessant is om te weten hoeveel er voor een doorsnee belegger in de praktijk overblijft van de theoretische risicopremie op aandelen. De punten die Falkenstein aankaart zijn relevant, maar vragen om een veel zorgvuldigere uitwerking.

Het laatste deel van het boek gaat over de zoektocht naar alfa. Falkenstein adviseert hier ten eerste om de eerdergenoemde valkuilen te vermijden, zoals hoog-risico beleggingen in de hoop een klapper te maken. Na nog een paar andere bekende voorbeelden te hebben besproken wordt hij wat filosofischer door te stellen dat aan iedere alfa een competitief voordeel ten grondslag ligt. Met andere woorden, als u bijvoorbeeld goed kunt managen, dan is dat eigenlijk uw alfa. Dit deel van het boek is op zich leuk om te lezen, ook vanwege de beschrijving van een aantal anekdotes uit zijn eigen leven, maar verwacht hier geen kant-en-klare oplossingen.

De grootste kracht van Finding Alpha ligt naar mijn mening in de fundamentele discussie over de relatie tussen risico en rendement. Alleen daarom al is het boek naar mijn mening een aanrader. Tot slot een handig weetje: een groot deel van de inhoud van het boek is ook gratis terug te vinden in een artikel van Falkenstein op SSRN.com, <http://ssrn.com/abstract=1420356>, of op zijn populaire web log, <http://falkenblog.blogspot.com/>.