

Risk management revisited

In het verfilmde boek 'Brideshead Revisited' van Evelyn Waugh staat de nostalgie naar het kasteel Brideshead centraal, dat in de glorie-dagen zo'n 100 jaar geleden het aangename leven van de Engelse adel belichaamde. Soms heb ik datzelfde melancholieke gevoel als ik kijk naar de moderne risicomodellen en hun output met allerlei kwantitatieve variabelen, die alle risico's binnen een beleggingsportefeuille in kaart zeggen te brengen.

In deze tijd van artificial intelligence zal het waarschijnlijk binnen afzienbare tijd mogelijk zijn om de computer te vragen een aandelenportefeuille voor te stellen op basis van enkele vereisten als rendement, regio, benchmark, wat risicomaatstaven en andere persoonlijke wensen. AI vertelt je welke aandelen en/of beleggingsfondsen je in welke verhouding moet kopen. Vervolgens kun je de orders inleggen bij een bank en ben je klaar. Ook institutionele vermogens zouden misschien op deze manier in de toekomst gerund kunnen worden. Zouden ze dan wel de benchmark verslaan?

Eén van de meest sophisticated risicomodellen is het model van BlackRock, Aladdin geheten. Hier zijn historische data, economische variabelen en wiskundige genialiteit gecombineerd tot een excellent beleggingsmodel. Als fundamenteel belegger vraag ik me dan af: wat voor risico's worden er precies binnengehaald in zo'n beleggingsportefeuille?

Het is fijn om een lijst te hebben van hoe de portefeuille scoort op verwacht rendement, verschillende stijlfactoren, sortino risk en tracking error. Maar de cijfermatige onderbouwing van het maximale verlies bij een 2 standaarddeviatie-gebeurtenis geeft een vals gevoel van zekerheid. De echte wereld is namelijk geen werkelijkheid van calculeerbare risico's, maar kent fundamentele onzekerheid, zoals in de jaren '30 gedefinieerd door Knight. Donald Rumsfeld noemde dit in zijn periode als minister van Defensie, toen hij verwickeld was in een oorlog in Afganistan: de unknown unknowns.



Door **Bert Leffers**,
onafhankelijk
investment consultant

In 2008 kwam deze fundamentele onzekerheid boven water tijdens de kredietcrisis. Op het dieptepunt van die crisis leek het omvallen van banken als dominostenen niet meer te stoppen. Van de vijf grootste zelfstandige Amerikaanse investment banks begin 2008 – Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers en Bear Stearns – waren 10 maanden later alleen de eerste twee nog overeind. Met dank aan veel overheidssteun.

Een keerpunt kwam toen de destijds 78-jarige Warren Buffett voor 5 miljard dollar aan kapitaal verstrekke aan Goldman Sachs middels 10% converteerbare preferente aandelen. Buffett staat erom bekend wars te zijn van statistische diversificatie, maar te streven naar fundamenteel gezonde bedrijven. Hij die altijd een ruime margin of safety eiste, vond de aandelendeal van Goldman Sachs voldoende aantrekkelijk om zijn reserves aan te spreken. Overigens had de topman van Lehman hem enkele maanden ervoor een paar keer gebeld om een kapitaalinjectie, wat hij weigerde.

In het verleden zijn vergelijkbare fundamentele beleggers als Philip Fisher, Peter Lynch en Seth Klarman in staat geweest om uitstekende beleggingsresultaten te realiseren (hun beleggingsboeken zijn aanraders). Fundamentele onzekerheid vereist een andere aanpak dan calculeerbare risico's. Emeritus hoogleraar Lex Hoogduin zei hier in zijn afscheidsrede deze zomer over dat zich altijd een (onaangename) verrassing kan voordoen. Voor een goede reactie hierop spelen alertheid, veerkracht, aanpassingsvermogen, creativiteit, antifragiliteit en leervermogen een cruciale rol. Waar worden deze factoren in risicomodellen benoemd? Staan deze factoren in de functieprofielen van CIO's en bestuurders van financiële instellingen?

Het sprookje van Aladdin heeft een happy end. De werkelijkheid is echter weerbarstiger. Het is zaak om bij beleggen risicoanalyses niet te beperken tot kwantitatieve, modelmatige risicomaatstaven, maar breder te kijken naar de wereld. Traditionele risicomaatstaven zijn zoals Engelse kastelen: sommige zijn vervallen tot een ruïne, terwijl andere nog recht-overeind staan en tot de fraaiste bouwwerken behoren. ■