

14 Behavioral finance of de psychologie van de belegger

De laatste jaren raakt men er steeds meer van overtuigd dat beleggen niet louter een rationeel gebeuren is, gebaseerd op een analyse van 'fundamentals' als rente, winst of marktevolutie. Ook niet-rationele factoren als zelfoverschatting, kuddegeest en beperkt perceptievermogen hebben een invloed op de beurskoersen. *Behavioral finance* brengt deze 'duistere' aspecten van het beleggersgedrag aan het licht.

PHILIPPE DE BROUWER
Fortis Investment Management

IN april 1997 organiseerde de Financial Times een lezerswedstrijd, in de vorm van een eenvoudig cijferspelletje¹. Je kiest gewoon een getal tussen 0 en 100. De winnaar is diegene met het getal dat het dichtst tweederde van het gemiddelde van de gekozen getallen benadert. Een voorbeeld: stel dat vijf deelnemers respectievelijk de getallen 10, 20, 30, 40 en 50 kiezen. Het gemiddelde is 30, tweederde daarvan is 20. De deelnemer die 20 instuurde, heeft gewonnen.

tallenspelletje staat niet zo ver van de beleggingsrealiteit, zeggen de aanhangers van de behavioral finance-theorie. Niet alle beleggers redeneren op een logische manier, en dat leidt tot andere koersen dan een 'foutloos' beslissingsproces in theorie zou moeten opleveren. Als belegger of analist kan je maar beter rekening houden met die realiteit, anders kom je wel eens voor onaangename verrassingen te staan. Denk maar aan wat Long Term Capital Management (LTCM) overkwam. Dit *hedge fund*, opgericht door een aantal ronkende namen in de beleggingswereld (onder meer John Meriwether van Salomon Brothers en Nobelprijswinnaars Scholes en Merton) had tussen 1994 en 1997 spectaculaire resulta-

liep steeds verder op, en uiteindelijk moest LTCM in de zomer zijn positie met zwaar verlies sluiten.

De fondsbeheerders hebben dezelfde beoordelingsfout gemaakt als de mensen die '1' antwoordden op de wedstrijdvrage van de Financial Times: ze namen voetstoots aan dat beleggers rationele beslissers zijn die op een logische manier een portefeuille samenstellen. Dit uitgangspunt is lang gemeengoed geweest in de financiële wereld², en is nog steeds impliciet aanwezig in vele beleggingsstrategieën. Iets wat begrijpelijk is, want het maakt een coherente, eenvoudige en 'werkbare' aanpak mogelijk. Kijk maar naar de Moderne Portefeuilletheorie van Markovitz (1952) die tot op de dag van vandaag dé referentie is in de financiële wetenschap en praktijk.

Aan de hand van Markovitz' theorie kan men een optimale portefeuille samenstellen, waarbij verwachte return en risico (volatiliteit) in balans zijn. Dit model werd in de loop der jaren verfijnd en verrijkt met andere concepten, zoals de nutsfunctie. De keuze voor een belegging met een bepaalde verwachte winst of mogelijk verlies, heeft immers ook te maken met de waarde die de uitkomst heeft voor de belegger. Eén euro winst heeft minder waarde (nut) naarmate je al meer euro's bezit, en omgekeerd komt één euro verlies harder aan naarmate je minder eenheidsmunten in je portefeuille hebt zitten.

ILLUSIES. Modellen die gebruik maken van de nutsfunctie, houden rekening met het financiële profiel van de belegger (meer bepaald – in de klassieke benadering – met zijn vermogen). Maar niet met zijn psychologische profiel, want het impliciete uitgangspunt blijft dat een belegger steeds rationeel en consistent te werk gaat³. De vraag is of dit inderdaad het geval is – of met andere woorden de klassieke

NIET ALLE BELEGGER REDENEREN OP EEN LOGISCHE MANIER, EN DAT LEIDT TOT ANDERE KOERSEN DAN EEN 'FOUTLOOS' BESLISSINGSPROCES IN THEORIE ZOU MOETEN OPLEVEREN

Als je logisch redeneert, ga je ervan uit dat het gemiddelde van honderd willekeurig gekozen getallen tussen 0 en 100, 50 zal zijn. Tweederde daarvan is 33. Geef je dat als antwoord? Nee, want je veronderstelt dat de andere spelers ook zo redeneren en eveneens 33 kiezen. Dus neem je daar tweederde van en krijg je 22 als oplossing. Maar de anderen zullen dat ook inzien, dus gaan we naar 15, enzovoort... tot je uiteindelijk 1 overhoudt. Dit is de beste keuze indien iedereen op dezelfde manier zou redeneren. Maar dat blijkt in een doorsnee groep (zelfs al gaat het om lezers van de Financial Times) dus niet het geval te zijn: het winnende cijfer was uiteindelijk 13.

DE RATIONELE MISSTAP. Dit ge-

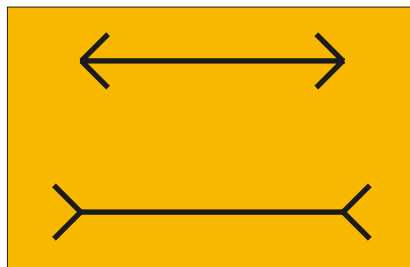
ten behaald. Maar in 1998 boekte het fonds een verlies van drie miljard USD, en kon het nog net het hoofd boven water houden na een reddingsoperatie door veertien grote banken en beursvennootschappen. Wat was er gebeurd? LTCM had zwaar geïnvesteerd in de twee beursgenoteerde vennootschappen Royal Dutch Petroleum en Shell Transport and Trading die samen de onderneming Royal Dutch/Shell vormen. Traditioneel noteert Shell Transport met een *décote* van 18 procent tegenover Royal Dutch. Toen het verschil begin 1998 groter werd, kocht LTCM Shell Transport en verkocht ze Royal Dutch, om zo winst te boeken wanneer de koersen opnieuw 'normaal' zouden worden. Een logische redenering, maar de markt besliste er anders over. De *décote*

portefeuillemodellen wel aangepast zijn aan de menselijke beleggersgeest. Bekijken we even **figuur 1** hiernaast. Het lijntje boven lijkt langer dan het lijntje onder. Toch is dit niet zo. Het is een illusie – beide lijntjes zijn net even lang. Net zoals ons oordeel hier vertekend wordt door een visuele misperceptie, gaan onze keuzes en beslissingen (ook op het vlak van beleggingen) gebukt onder cognitieve illusies. In de vakliteratuur noemt men dit ‘*biases of judgement*’, we zouden ze kunnen omschrijven als rationele vooroordelen of vertekende beslissingen.

Die kunnen bijvoorbeeld voortvloeien uit zelfoverschatting. Vraag maar eens aan een groep vrienden of collega's of ze tot de 50% goede of tot de 50% minder goede autobestuurders van de groep horen. Je zal vaststellen dat meer dan 98% zich tot de 50% beste rekent. Terwijl je toch zou mogen verwachten dat in een groep rationele wezens met een goed zelfbeeld ongeveer de helft zich als een minder goed chauffeur omschrijft.

Is deze ‘bias of judgement’ negatief? Nee. Ze is inherent aan de menselijke cultuur en je kan zelfs stellen dat ze noodzakelijk is voor de evolutie. Overdreven zelfvertrouwen en optimisme liggen immers zowel aan de basis van oorlogen als van wetenschappelijke uitvindingen en economische activiteit. Maar als je er op het vlak van beleggingen geen rekening mee houdt, kunnen deze al te menselijke eigenschappen tot catastrofes leiden.

Een ander voorbeeld van rationele vertekening is de kortzichtigheid waarmee mensen doorgaans beslissingen nemen. ‘*Narrow framing*’ heet dit in het jargon: we bekijken slechts één of enkele aspecten van het probleem om tot een oplossing te komen. Dat is opnieuw een vertekening die niet alleen eigen is aan de menselijke natuur, maar vaak ook noodzakelijk blijkt, want je kan geen probleem aanpakken als



je met honderden zaken rekening moet houden. Anderzijds kan een eng denkkader en het ontbreken van een totaalbeeld tot irrationele keuzes en verkeerde beslissingen leiden.

Een voorbeeld uit beleggingsland. Stel dat A ooit een aandeel gekocht heeft aan 1000, en B aan 500. Dit aandeel daalt nu van 1200 naar 600. Wie zal er het meest tandenknarsen? Velen antwoorden dat A, die ‘een zwaar verlies’ incasseert, de situatie veel erger zal vinden dan B, die met ‘minder winst’ te maken krijgt. Maar als je je denkkader wat verruimt en niet alleen de variabele ‘winst/verlies tegenover aankoopprijs’ bekijkt, merk je dat het voor zowel A en B om een halvering van het totale vermogen gaat. Rationeel gezien moeten ze dus net evenveel tranen plengen om wat gebeurd is.

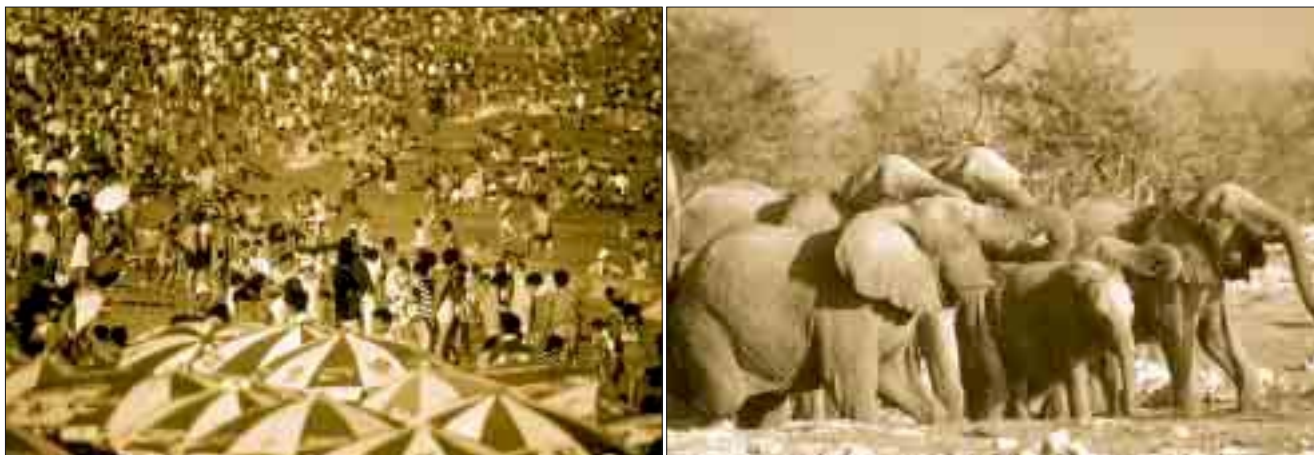
DE VORK EN DE LEPEL. In het algemeen hebben beleggers een duidelijke aversie tegenover verlies. Ze zullen een aandeel dat lager noteert dan aankoopprijs niet snel van de hand doen, zelfs wanneer daar zeer goede redenen voor zijn. Verder hebben ze bij verkeerd gelopen beslissingen meer spijt over wat ze gedaan hebben dan over wat ze nagelaten hebben te doen. Stel dat je aandelen hebt van firma A. Vorig jaar dacht je te verkopen en het geld te investeren in B, maar je hebt het toch maar niet gedaan. Nu blijkt dat die overstap je 30.000 EUR had opgebracht. Vergelijk je zielenpijn hier met die in een tweede situatie,

waarbij je aandelen had van B die je vorig jaar verkocht hebt om er aandelen A mee aan te schaffen. Door die overstap ben je 30.000 EUR misgelopen. De meeste mensen tillen zwaarder aan de tweede situatie, omdat ze hier een beslissing genomen hebben en een handeling stelden, terwijl ze in het eerste geval niets deden. De *regret of comission* is groter dan de *regret of omision*.

Een andere klassieke *bias of judgement* in de beleggingswereld heeft te maken met reeksen. Velen denken dat bij het kop-of-munt spelletje KKKMMM minder waarschijnlijk is dan KMMKMK. Terwijl beide reeksen evenveel kans hebben om zich voor te doen. Net zoals na KKKMMM bij de volgende worp K even waarschijnlijk is als M. Maar mensen zijn geneigd reeksen te beschouwen als trends, en een oorzakelijk verband te zien tussen opeenvolgende gebeurtenissen. Aandeel A doet het al drie maanden goed, dus zal er wel een reden voor zijn en zal de hausse zich volgende maand doorzetten. Houden of kopen! En als vele beleggers zo redeneren, zal A het volgende maand inderdaad ook goed doen en wordt ‘de trend’ bevestigd.

Hier raken we aan een andere rationele vertekening: de kuddementaliteit. Mensen zijn geneigd hun opinie en gedrag aan te passen aan die van anderen, en dat kan verregaande gevolgen hebben. Een culinair voorbeeld⁴. Twee aanpalende restaurants, ‘De Vork’ en ‘De Lepel’ zien er identiek uit en zijn vergelijkbaar wat prijs en kwaliteit betreft. Om halfzeven stapt een eerste hongerige op goed geluk De Vork binnen. Even later komt een tweede eetlustige langs, kijkt even binnen bij beide restaurants, ziet iemand eten in De Vork en besluit, om niet alleen te zitten, ook daar te dineren. De derde gegadigde stapt om zeven uur eveneens De Vork binnen, want dat restaurant heeft al twee klanten, dus het zal er wel beter zijn, is zijn redenering. Het resultaat aan het ein-





Beleggersgedrag: als er één instapt, volgt de hele kudde

de van de avond: De Vork is overvol, De Lepel helemaal leeg.

ONDER- EN OVERREACTIE. Ook mensen met beleggingshonger gaan vaak op zo'n manier te werk. Zolang niemand anders het aandeel lijkt te willen, kopen ze niet, maar als anderen het reeds gekocht hebben en iedereen erover praat, stappen ze massaal in. Zo ontstaan trends die niets te maken hebben met fundamentele gegevens in verband met het bedrijf, de sector, de markt of de rente. Het is zelfs zo dat wanneer er uit die hoek slecht nieuws opduikt over het aandeel in kwestie, beleggers deze informatie zullen minimaliseren⁵. Ze blijven vasthouden aan de genomen beslissing en 'onder-reageren' op dissonante klanken. Vaak zullen ze negatieve informatie zelfs niet opmerken, net zoals een voetbal-supporter de overtredingen van zijn team veel minder 'ziet' dan die tegen zijn team. Tot de *bubble* op een bepaald moment te groot wordt, een aantal voortrekkers uit het aandeel stapt en het klimaat keert. Dan slaat de trend helemaal om (*mean reverting*), en krijgen we een overreactie op negatieve informatie.

In de beleggingswereld gaat het er dus anders aan toe dan de klassieke modellen ons willen doen geloven. Beleggers zijn niet (steeds) rationeel, en de markten zijn niet efficiënt (in de zin dat de koersen niet steeds een weerspiegeling zijn van de beschikbare informatie). Moeten we het beleggen dan maar opgeven, of 'kop of munt' spelen zoals De Professor in de strip op de vorige pagina? Nee. Maar we moeten de *biases of judgement* die ons als beleggers parten kunnen spelen, wel onderkennen en er rekening mee houden. Dat is wat behavioral finance doet: gedrag van beleggers en analisten dat niet uitsluitend wordt bepaald door rationale factoren als risico en rendement, trachten te verklaren en te voorspellen.

Zo komen we tot een nieuwe portefeuille-theorie, de *behavioral portfolio theory*, die

beschrijft hoe mensen in de reële wereld een portefeuille samenstellen. Dit tegenover de *modern portfolio theory* van Markovitz, die beschrijft hoe een portefeuille er in een rationele wereld uitziet.

VEILIGHEIDSGORDEL. De bevindingen van de behavioral finance-discipline⁶ zijn zowel belangrijk voor professionals (analisten, fondsbeheerders) als voor de individuele belegger. Een 'verstandige' fondsbeheerder zal bij zijn beslissingen rekening houden met bepaalde irrationele fenomenen op de markten (zoals het mean reverting-patroon of narrow framing). Dat betekent echter niet dat portefeuillebeheer op basis van deze en andere *biases of judgement* een makkelijke opgave is. Dat hebben sommige marktspelers, die met gevoel voor marketing meteen een 'Behavioral Finance Fund' hadden gelanceerd, ondertussen al wel ondervonden. Een trend kan immers snel omslaan wanneer men er begint tegen te *traden*. Behavioral Finance is dan ook niet de toveroplossing om nu eens en voor altijd de beurs te kloppen en snel geld te verdienen. Maar je krijgt wel een beter zicht op je eigen beperkingen, en je leert zelfoverschatting en onbewuste risico's te detecteren. Kortom: behavioral finance is een stevige veiligheidsgordel in de beleggersrace.

Niet alleen de professional, ook de individuele belegger kan baat hebben bij de studie van niet-rationele determinanten van het beleggersgedrag. Zo leert hij niet langer te beslissen op basis van een eng denk-kader, zoals winst/verlies tegenover aankoopprijs of geannualiseerde return, maar het geheel te bekijken: de waarde van zijn portefeuille in reële termen (dus rekening houdend met de inflatie, iets wat al te zelden gebeurt). Hij zal ook inzien dat zijn portefeuille uit verschillende 'compartimenten' bestaat, met andere doelstellingen en een ander risicoprofiel. Je gaat anders om met het 'appeltje voor de dorst', opzijgelegd voor een verre toekomst, dan met de

premie van 5.000 euro die je onverwacht van je werkgever hebt gekregen.

Spreken over 'het' risicoprofiel van een belegger – zoals vaak gebeurt – is dan ook weinig zinvol: een individuele portefeuille kent verschillende *frames* met elk een specifiek risicoprofiel, waarmee je op verschillende manieren omgaat. Op die manier draagt behavioral finance bij tot een persoonlijke financiële planning, en dus tot een portefeuille die nauw aansluit bij het profiel van de belegger. ■

1. Het voorbeeld komt uit een recent standaardwerk op het vlak van Behavioral Finance: 'Beyond Greed and Fear: understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing' van Hersh Shefrin (Harvard Business School Press 2000). Een aanrader voor wie meer wil lezen over het onderwerp.

2. Opmerkelijk is dat één van de grondleggers van de moderne economie, JM Keynes, wel aandacht had voor het niet-rationele aspect van de financiële wereld. In de General Theory staat een analogie te lezen, die identiek is aan het cijferspelletje in de Financial Times. Keynes vergelijkt de financiële markten met een wedstrijd rond een 'Beauty Contest', waarbij de winnaar degene is die als 'mooiste' het meisje kiest dat het meeste punten haalt wanneer je de scores van alle juryleden optelt. Ook hier gaat het niet om je eigen keuze (het meisje dat je zelf het mooist vindt) maar om de inschatting van wat anderen kiezen (of denken dat anderen kiezen, of denken dat denken dat enzovoort).

3. Von Neumann en Morgenstern toonden aan dat iemand die nutsfuncties gebruikt voor het modelleren van beleggingsbeslissingen, er eigenlijk van uitgaat dat de belegger voldoet aan zes rationaliteitsaxioma's.

4. Het voorbeeld komt van Werner De Bondt, een Belg die baanbrekend werk heeft verricht op het vlak van behavioral finance.

5. We kunnen hier spreken van 'cognitieve dissonantie', een bekend concept in de psychologie, geïntroduceerd door Leon Festinger (1957).

6. Naast het in (1) genoemde boek biedt 'The psychology of finance' van Lars Tvede een stevige introductie tot behavioral finance (John Wiley 1999). Meer populaire literatuur in dit verband: 'Irrational Exuberance' van Robert Shiller (Princeton University Press 2000, in Vector 10 besproken door Guy Verfaillie) en 'Why smart people make big money mistakes and how to correct them' van Gary Belsky en Thomas Gilovich (Simon & Schuster 2000).