



VRIJWILLIG VERLIEZEN

door Paul Frentrop

Wanneer mijn buurman zijn hypotheek niet langer kan betalen en ik naar zijn bank stap en zeg: “doe niet zo flauw, scheld hem de helft van zijn schuld kwijt”, dan denk ik niet dat de bank dat zal doen. Ik zal met zachte hand het kantoor uit worden geleid en als het incident de krant haalt, worden aangeduid als ‘een verwarde man’. Misschien beland ik wel in een ‘zorgtraject’.

Toen Europese regeringsleiders in juni 2011 banken vroegen om de helft van de schulden van de Griekse overheid kwijt te schelden, deden een stuk of twintig banken dat echter wel. Tot genoegen van PvdA's financieel specialist Ronald Plasterk, die dat als voorwaarde had gesteld voor redding van de Grieken. Ook de banken moesten pijn lijden, zo vond hij. Maar het bleek niet zo slim om banken te chanteren. De crisis werd daardoor alleen maar erger. Op Sinterklaasavond 2011 gaven Angela Merkel en Nicolas Sarkozy toe dat ze fout hadden gehandeld. Ze beloofden om nooit meer ‘vrijwillige verliezen’ te zullen vragen van banken. Maar het is gebeurd en wat zullen we straks in de jaarverslagen van deze banken lezen over hun geste van vorig jaar?

Soms moeten kredieten ‘geherstructureerd’ worden, maar aandeelhouders maken zich zorgen als een bank zomaar vorderingen kwijtscheldt. Zeker als die leningen verzekerd waren via ‘credit default swaps’. Bovendien werden (en worden) diezelfde leningen door de Europese Centrale Bank als onderpand aanvaard. Sterker nog: dezelfde staatsleningen moesten banken volgens de ‘Basel-regels’ aanhouden als liquiditeit. Toch namen een paar banken ‘vrijwillig’ verliezen op die leningen, maar andere banken niet. Hoe zal de accountant dat verklaren?

Wanneer een voetbalteam vrijwillig verliest, zoals Dynamo Zagreb vorige maand met 1-7 leek te doen tegen Olympique Lyon, wordt al gauw aan omkoping gedacht. Banken zijn van die verdenking gered als de Grieken hun leningen echt niet terugbetalen. Want dan hebben ze met hun ‘vrijwillig verlies’ in ieder geval de helft van hun vordering veilig gesteld.

Intussen vinden accountants het goed nieuws wanneer door alle onrust de koersen dalen van de obligaties die banken zelf hebben uitstaan. Zij zeggen opgewekt: “Daling van de schuldprijs is winst. Want de bank kan zijn schuld goedkoper terugkopen”.

Gebrek aan vertrouwen, oftewel slecht bankieren, wordt zo omgetoverd in boekhoudkundige winst. Zulke dingen gebeuren wanneer politiek wordt vermengd met boekhouden. En dat is waar beleggers mee te maken hebben. Meng een flinke scheut politiek met een toefje boekhouden, zo luidde het recept dat aan de euro ten grondslag lag. Laat dan tien jaar koken. Het resulterende gerecht blijkt niet te eten.

nu bubbels ontstaan?

Er is geen vermogensklasse die echt dramatisch uit de rails loopt momenteel in termen van overwaardering. Als je iets zou moeten noemen dan zijn het de Amerikaanse staatsobligaties. De rentes op tienjarige obligaties zijn zo'n procent of twee. Dat is behoorlijk bar.

Maar of dit een bubbel is in de klassieke zin des woords, dat denk ik niet. Je kunt er normaal gesproken geen fantastische rendementen op halen. Daarom zou ik het eerder een marktverstoring willen noemen.

Waarom kopen mensen obligaties met zulke lage rentes als ze nu doen?

Ik denk dat ze vergeten dat obligaties kunnen dalen. Obligatiebeleggers hebben de slechte gewoonte om vooral naar effectief rendement, ‘yield’, te kijken. De Amerikaanse Centrale Bank heeft allerlei acties verzonnen om de obligatierendementen laag te houden. Kunstmatige lage prijzen dus. Dan weet je een ding zeker, jij wilt niet de laatste persoon zijn die de obligaties heeft. Want als de Centrale Bank een stapje opzij zet en rendementen naar normale niveaus stijgen, word je gekruisigd. Obligaties die je dan nog in portefeuille hebt kun je alleen tegen bodemprijzen verkopen.

Zegt u hiermee niet dat beleggers geen risico kunnen inschatten?

Mensen in de financiële wereld hebben in grote meerderheid een verknipt idee van risico. Allereerst omdat ze compleet in modellen blijven hangen en vergeten dat het om een kunstmatige weergave van de werkelijkheid gaat. Natuurkundigen bijvoorbeeld zijn daar een stuk verder in. Ze weten: een veer en een steen vallen even hard omlaag in vacuüm. Toch zul je geen natuurkundige vinden die gaat wedden dat ze ook in de echte wereld even hard vallen.

In de financiële wereld denken we dat modellen perfecte afspiegelingen zijn van de werkelijkheid en dat we erop kunnen rekenen.

Daar komt dan ook nog bij dat

die kunstmatige werkelijkheid uiteindelijk wordt versimpeld. Ten onrechte, je kunt risico niet in één enkel getal vangen of je dat nu volatiliteit noemt of beta of wat dan ook. Het probleem is dat geen enkel getal het echte concept van risico ook maar benadert.

Hoe kan het beter?

Laten we terug gaan naar de basis. Voor mij en eigenlijk voor alle beleggers is de basis Benjamin Graham. Het enige waar beleggers zich zorgen over moeten maken is een permanent verlies van kapitaal. Dat betekent dat je geld gaat verliezen en het nooit meer terug ziet. Dat is iets heel anders dan forse prijschommelingen, volatiliteit. Dan gaat het om tijdelijke verliezen, het gaat op en neer.

Als je het zo bekijkt zijn er drie soorten van risico. Het eerste risico loop je wanneer je meer voor je beleggingen betaalt dan de waarde van die stukken. Het kan ook zijn dat je simpelweg de waarde verkeerd hebt ingeschat, een bedrijf gaat bijvoorbeeld failliet.

De derde factor gaat over financieel risico. Neem je veel risico's, door veel te beleggen met geleend geld dan kan dat ertoe leiden dat je je geld permanent kwijtraakt. Denk aan hedgefondsen. Die kunnen hun beleggingsstrategie zo inrichten dat ze maar zeer ten dele gevoelig zijn voor stijgingen of dalingen op de beurs. Maar omdat er zo veel met geleend geld wordt gewerkt, zijn kleine dalingen al genoeg om de boel om te trekken. Al bij kleine koersdalingen kun je gedwongen zijn je belegging te verkopen. Dat is meestal juist het verkeerde moment.

In uw essays verwijst u vaak naar Benjamin Graham, een man die geboren is in de 19de eeuw. Hebben we sinds die tijd geen ontwikkeling meer doorgemaakt?

Begrijp me goed. Er zijn nog genoeg levende beleggers die ik interessant vind. Ik ben geen gek die zich wentelt in een soort ‘dead investor society’. Maar als je de boeken van een paar van die oude rotten zoals Benjamin



“Mensen in de financiële wereld hebben in grote meerderheid een verknipt idee van risico”

Graham en David Dodd gelezen hebt dan is er een basis hoe te denken over beleggen.

Neem het boek dat Graham en Dodd gezamenlijk schreven in de jaren dertig, Security Analysis. Daarin is alles eigenlijk al gezegd. Bijna niemand leest dergelijke ‘oude’ boeken nog, dus herhaal ik ze maar zo'n beetje in mijn teksten. Om ze onder de aandacht te brengen.

U bent dus uitgeleerd?

Integendeel. Er komt nooit een einde aan leren over beleggen. Ik ben nog steeds bezeten van het beleg-

gen. Als ik 's avonds thuiskom blijf ik erover nadenken. Televisie interesseert me niet, ik pak liever de beleggingsboeken erbij. Sinds kort trouwens uitsluitend als de kinderen naar bed zijn. Laatst werd ik door mijn vrouw betrappt toen ik mijn dochter van drie zat voor te lezen uit een of ander investmentboek. De kleine wilde per se voorgelezen worden en ik had geen ander materiaal in de buurt. Dus ik dacht: je kunt niet vroeg genoeg beginnen met beleggen. Overigens was de aandacht van de kleine snel weg. Daar moet ik aan gaan werken.