

# Naschrift

Het belangrijkste punt van de reactie van Bruinsma et al. betreft de nauwkeurigheid waarmee een performance-analyse uitgevoerd kan worden. Het zou bijvoorbeeld kunnen dat een hoge of lage positie van een beleggingsfonds op een performance-ranglijst geheel aan toeval te wijten is, en niets met de kwaliteiten van het fonds te maken heeft.

## *Ranglijst-risico*

Bij de constructie van de Life-index zijn we ons hiervan bewust geweest, en hebben we hiermee rekening gehouden. Bij de door ons gehanteerde conversie van rapportcijfers scoren bijvoorbeeld 15 van de 32 fondsen een zes op het criterium abnormaal rendement (t-waarde tussen min één en één). Daarmee geven wij juist aan dat de prestaties van de meeste fondsen op het onderdeel abnormaal rendement niet van elkaar te onderscheiden zijn. Veel fondsen eindigen dan ook op dit onderdeel ex-aequo op onze ranglijst. Bruinsma et al. verwijten ons hier een fout die wij niet maken.

Om de nauwkeurigheid van ons 'meetinstrument' nog eens opnieuw te controleren, hebben we de bootstrap-methode gebruikt om de statistische kwaliteit van de rapportcijfers te bepalen. Voor elk fonds hebben we onder andere uitgerekend wat de kans is dat hun uiteindelijke rapportcijfer met meer dan een half punt afwijkt van wat wij rapporteren. Gemiddeld over alle fondsen komt dit uit op ongeveer 15%. We concluderen daarom dat de rapportcijfers redelijk betrouwbaar zijn. Het verschil tussen onze conclusie en die van de discussianten komt voort uit het feit dat zij de betrouwbaarheid van de plaats op de ranglijst testen, en wij die van het rapportcijfer. In onze meest recente ranglijst halen bijvoorbeeld negen fondsen een zevenenhalf en staan daarmee ex-aequo op de 12e tot en met 20e plaats. Bruinsma et al. concluderen nu een groot ranglijst-risico: een fonds dat op plaats twaalf staat had net zo goed op plaats twintig kunnen staan. Wij beweren echter alleen dat een fonds met een score van zevenenhalf echt anders is dan fondsen die boven de acht of onder de zeven scoren.

Juist omdat we schijn-nauwkeurigheid hebben willen uitsluiten, aggregeren we naar rapportcijfers. We hebben nooit beweerd dat we de prestaties in vijf cijfers achter de komma kunnen opschrijven, zodat we ieders plaats op de ranglijst exact kunnen bepalen. Daarmee wijken we bewust af van de Elsevier-lijst. Op die ranglijst uiten Bruinsma et al. dus ons inziens terecht kritiek. Dat is ook één van de redenen dat wij met een alternatief voor de Elsevier-lijst zijn gekomen.

### *Diversificatie*

Een andere belangrijke motivatie om af te wijken van de Sharpe-index als maatstaf voor de prestaties van beleggingsfondsen is dat de Sharpe-index zich uitsluitend op het buitengewoon rendement richt. In tabel 3 van ons artikel van 28 juni laten we zien dat de mate van diversificatie een duidelijker en meer persistent kenmerk is. Hoeveel gewicht een indivi-

duële belegger aan dit kenmerk wil geven is natuurlijk een subjectieve zaak, zoals we overigens in onze bijdrage ook hebben aangegeven. Dat een individuele belegger ook zelf kan diversificeren is natuurlijk waar. Het voordeel van beleggingsfondsen is echter dat ze schaalvoordelen bieden en van de particuliere belegger geen al te actief beleggingsbeleid vereisen.

### *Technische bezwaren*

Naast deze inhoudelijke punten, kleven er naar onze mening ook technische bezwaren aan de berekeningen van Bruinsma et al. Het eerste bezwaar betreft de beperking van de steekproefperiode tot drie jaar. In het algemeen geldt dat een meetinstrument minder nauwkeurig wordt naarmate er minder waarnemingen zijn. Door uit te gaan van slechts drie jaar wordt het ranglijst-risico overdreven.

Het tweede bezwaar betreft het feit dat geen rekening wordt gehouden met de afhankelijkheid van de

rendementen. In tabel 4 van ons artikel van 28 juni laten we zien dat de rendementen in zekere mate voorspelbaar zijn. Hierdoor kunnen ze niet zonder meer door elkaar gemengd worden, zoals in de bootstrap-methode gebeurt.

De door Bruinsma et al. opgeworpen kritiek is volgens ons dus niet van toepassing op de Life-index, maar hoogstens op de ook door hun onderzochte Elsevier-lijst.

**Kees Koedijk**  
**Francois Nissen**  
**Peter Schotman**  
**Arjan van Bussel**

De auteurs zijn werkzaam bij het Limburg Institute of Financial Economics (Life), verbonden aan de Rijksuniversiteit Limburg.

---