



De prestaties van particuliere beleggers

Particuliere beleggers blijken over het algemeen teleurstellend te presteren. In Nederland zijn vrouwen succesvollere beleggers dan mannen, terwijl beleggers met kleine portefeuilles en actief handelsgedrag het meest verliezen. Vooral beleggen in derivaten leidt tot slechte resultaten.

ROB BAUER, MATHIJS COSEMANS, PIET EICHHOLTZ EN MICHAEL GOLDFINGER
Hoogleraar, promovendus en hoogleraar aan de Universiteit Maastricht, respectievelijk consultant bij Accenture.

De stijging van de beurzen tijdens de internethype eind jaren negentig heeft ervoor gezorgd dat vele Nederlanders de weg naar de beurs vonden. Ofschoon het uitspanspatten van de internetzeepbel ertoe leidde dat een deel van deze beleggers de beurs weer verliet, blijkt onder andere uit het groeiende aantal klanten van online brokers dat beleggen onder particulieren op dit moment weer in zwang is. Het herstel van de financiële markten in de afgelopen jaren speelt daarbij ongetwijfeld een rol, evenals het toenemende aanbod van online brokers. Handelen via internet is immers relatief eenvoudig en vaak goedkoper dan beleggen via telefoon of tussenpersoon. Aangezien vele particuliere beleggers relatief onervaren zijn

en over een beperkte kennis van financiële markten beschikken, rijst de vraag hoe succesvol particuliere beleggers zijn. Op dit gebied wordt de laatste jaren steeds meer onderzoek verricht. Odean (1999) en Barber en Odean (2000) tonen bijvoorbeeld aan dat de handelsactiviteit van particulieren hun beleggingsprestaties na aftrek van kosten negatief beïnvloedt. Nog recenter hebben Coval, Hirshleifer en Shumway (2005) laten zien dat de beursprestaties van particulieren persistent zijn: goede beleggers blijven over het algemeen goed presteren en slechte beleggers slecht. Het bestaande onderzoek is bijna helemaal gebaseerd op Amerikaanse data. Voor Europa is er weinig bekend en voor Nederland helemaal niets. Deze lacune willen wij opvullen. Op basis van een omvangrijke en unieke database van Alex Beleggersbank, de Nederlandse online broker, onderzoeken we in dit artikel hoe goed particuliere handelaren het op de beurs doen en wat de goede beleggers van de slechte onderscheidt. Daarnaast bestuderen we of de prestaties van particuliere beleggers persistent zijn. Met andere woorden, zijn sommige beleggers gedurende een langere periode (on)succesvol?

Karakteristieken van Nederlandse online beleggers

Ons onderzoek geeft antwoord op deze vragen door het analyseren van de beleggingsresultaten en het gedrag van bijna 70.000 particuliere beleggers die handelen via de internetbroker gedurende de periode januari 2000 tot en met maart 2006. Deze periode omvat zowel de neergang van financiële markten (2000–2002) als het daaropvolgende herstel (2003–2006). Dit maakt het mogelijk de prestaties en strategieën van beleggers te onderzoeken in verschillende marktomstandigheden.

De particuliere beleggers in onze database hebben in dit tijdsbestek meer dan acht miljoen transacties uitgevoerd in aandelen, obligaties en derivaten. Vooral dat laatste is uniek, want het bestaande onderzoek kijkt alleen naar handel in aandelen en obligaties en niet naar opties en futures. De groep beleggers bestaat voor 62 procent uit mannen, tien procent uit vrouwen en 28 procent uit mannen en vrouwen die gezamenlijk een beleggingsrekening aanhouden. Tabel 1 geeft de belangrijkste karakteristieken weer van deze beleggers en hun handelsgedrag. De gemiddelde leeftijd van beleggers ligt op 45 jaar en de gemiddelde belegger blijkt drieënhalf transacties per maand uit te voeren. Echter, 65 procent van de beleggers handelt niet in een gegeven maand. Wanneer we de groep beleggers isoleren die wel elke maand handelen, blijkt het gemiddelde aantal transacties tien te bedragen. Opvallend is dat meer dan de helft van het aantal transacties bestaat uit handel in derivaten, voornamelijk in opties. Verder blijkt de gemiddelde belegger per maand meer dan 32 procent van de waarde van zijn of haar portefeuille te verhandelen. Een kwart van de portefeuilleomzet wordt gegenereerd door handel in derivaten. Ook in termen van omzet blijken er grote verschillen te zijn tussen beleggers, zoals blijkt uit de hoge standaarddeviatie van de omzet. Veel handel leidt tot hoge transactiekosten, wat resulteert in lagere netto rendementen. Tenslotte laat tabel 1 zien dat de waarde van de portefeuille van de gemiddelde online belegger 32.000 euro bedraagt. De mediaan ligt echter op 7.773 euro, wat aangeeft dat het gemiddelde sterk wordt beïnvloed door een kleine groep beleggers met grote portefeuilles.

Prestaties van internetbeleggers

De prestaties van particuliere beleggers blijken gemiddeld genomen teleurstellend te zijn. Tabel 2 laat zien dat het bruto maandelijkse rendement over de periode januari 2000 tot en met maart 2006 –1,14 procent bedraagt. In ogenschouw moet echter worden genomen dat de grote daling van de markt na het uiteenspatten van de internetzeepbel deel uitmaakt van de analyseperiode. Over de periode januari 2000 tot en met december 2002 is het gemiddelde bruto rendement –3,46 procent terwijl beleggers in de periode januari 2003 tot en met maart 2006 een positief maandrendement van een procent behalen.

tabel 1

Karakteristieken van Nederlandse online beleggers

	Gemiddelde	Mediaan	Standaard deviatie
Leeftijd (in jaren)	44,7	43	12,4
Transacties (in #)	3,5	0	16,0
- niet-derivaten	1,6	0	6,4
- derivaten	1,9	0	14,0
Portefeuilleomzet (in %)	32,5	0	211,9
- niet-derivaten	23,7	0	185,0
- derivaten	8,8	0	100,8
Portefeuillewaarde (in €)	32.327	7.773	145.726

Deze tabel toont het gemiddelde, de mediaan en de standaard deviatie voor enkele karakteristieken van 68.146 Nederlandse online beleggers. 'Transacties' en 'Portefeuilleomzet' zijn maandelijkse cijfers en zijn uitgesplitst in handel in derivaten (opties, futures) en niet-derivaten (aandelen, obligaties).

Wanneer transactiekosten worden meegenomen (netto rendement) blijkt de gemiddelde belegger 1,76 procent per maand te verliezen. Dit is opmerkelijk, gezien het feit dat het merendeel van de beleggers niet elke maand transacties uitvoert. Beleggers blijken dus niet in staat transactiekosten te compenseren met hogere rendementen en doen het aanmerkelijk slechter dan het marktgemiddelde: het netto rendement van de markt was voor de gehele periode –0,28 procent per maand, uitgaande van 0,05 procent beheerskosten per maand voor een indexfonds.

De beleggingstheorie stelt dat rendement een compensatie is voor gelopen risico. Het is daarom essentieel rekening te houden met risico wanneer prestaties worden geëvalueerd. Zo kan een laag rendement dat gepaard gaat met weinig risico evenveel waard zijn als een hoog rendement dat behaald wordt met veel risico. Om een voor risico gecorrigeerd rendement te berekenen maken we gebruik van het in de academische literatuur standaard Carhart (1997) multifactormodel. Dit model corrigeert rendement niet alleen voor marktrisico, maar ook voor het hogere risico van onder andere kleinere bedrijven. Tabel 2 geeft aan dat de rendementen van particuliere beleggers na risicocorrectie weliswaar hoger zijn, maar zowel bruto als netto nog steeds negatief zijn. Het netto verlies van 1,20 procent per maand is statistisch significant bij een waarschijnlijkheidsniveau van een procent. Opvallend is dat beleggers ten opzichte van de markt vooral verliezen in de periode van herstel van financiële markten (januari 2003–maart 2006). Ze profiteren dus niet volledig van de stijgende koersen in de meest recente periode.

tabel 2

Rendementen van particuliere online beleggers in Nederland

	Bruto			Netto		
	2000-2006	2000-2002	2003-2006	2000-2006	2000-2002	2003-2006
Rendement (%)	-1,14	-3,46	1,00	-1,76	-4,12	0,42
	(-1,26)	(-2,16)	(1,26)	(-1,96)	(-2,60)	(0,53)
Marktrendement (%)	-0,23	-1,85	1,26	-0,28	-1,90	1,21
	(-0,38)	(-1,81)	(2,06)	(-0,46)	(-1,86)	(1,98)
Risico gecorrigeerd rendement (%)	-0,58	0,05	-0,30	-1,20	-0,62	-0,88
	(-1,51)	(0,06)	(-0,76)	(-3,85)	(-0,85)	(-2,30)

T-waarden vermeld tussen haakjes. 2000–2006 verwijst naar de volledige periode januari 2000–maart 2006 terwijl 2000–2002 en 2003–2006 verwijzen naar twee subperiodes, namelijk januari 2000 tot en met december 2002 en januari 2003 tot en met maart 2006. Rendement verwijst naar het gemiddelde rendement van particuliere beleggers. Marktrendement is het gemiddelde rendement op de Wordscope Netherlands index. Het netto marktrendement veronderstelt beheerskosten van 0,05% per maand, gebaseerd op beheerskosten van indexfondsen. Risico gecorrigeerd rendement is het gemiddelde rendement van particuliere beleggers na correctie voor risicofactoren met het Carhart (1997) model.

Drijvende factoren van beleggingsrendementen

De hierboven beschreven resultaten gelden voor de gemiddelde particuliere belegger. Het is echter waarschijnlijk dat er grote verschillen bestaan tussen beleggers onderling, gerelateerd aan bijvoorbeeld geslacht, leeftijd, de mate van handelsactiviteit en de grootte van de portefeuille. Om inzicht te geven in de factoren die van invloed zijn op beleggingsrendementen maken we gebruik van cross-sectionele regressies, waarbij bruto en netto portefeuillerendementen worden geregresseerd op potentiële drijvers van rendement. Tabel 3 laat de resultaten zien van deze analyse. Bruto rendementen blijken positief gerelateerd te zijn aan zowel portefeuilleomzet als portefeuillevaarde. Beleggers die relatief passief zijn, hebben significant lagere bruto rendementen dan actieve beleggers. Tevens blijkt dat vrouwen hogere rendementen behalen dan mannen. Dit sluit aan bij bestaand onderzoek van Barber en Odean (2001), die laten zien dat vrouwelijke beleggers het in Amerika relatief goed doen. In hun onderzoek presteren vrouwen beter in termen van het netto rendement, terwijl er geen verschil is tussen mannen en vrouwen in het bruto rendement. Uit ons onderzoek blijkt dat vrouwen zowel op netto- als op brutobasis beter presteren, wat betekent dat lagere transactiekosten niet de enige verklaring kunnen zijn voor de superieure prestaties van vrouwelijke beleggers.

Tenslotte valt op dat beleggers die in derivaten handelen in de periode van marktherstel significant slechter presteren dan niet-derivatenhandelaren. Bauer, Cosemans en Eichholtz (2007) tonen aan dat beleggers na de scherpe daling van de aandelenmarkt in 2002 derivaten gebruiken om te speculeren op een verdere daling. Hierdoor mist deze groep beleggers het herstel van de

markt in de periode 2003–2006. In die periode hadden de beleggers die gewoon in aandelen en obligaties belegden een rendement dat vergelijkbaar was met de markt.

Wanneer transactiekosten in ogenschouw worden genomen (netto rendement) valt vooral op dat derivatenbeleggers nog slechter presteren. Dit impliceert dat derivatenhandelaren hogere transactiekosten hebben dan niet-derivatenhandelaren. Verder blijkt de positieve relatie tussen omzet en rendement te verdwijnen omdat meer omzet leidt tot hogere kosten en daardoor een lager netto rendement. Opmerkelijk is ook dat beleggers die niet handelen significant beter presteren dan actieve beleggers wanneer kosten in de analyse worden meegenomen. Vrouwen presteren ook in nettoterminen beter dan mannen, en beleggers met grotere portefeuilles behalen hogere rendementen dan kleine beleggers, deels door lagere kosten. Leeftijd blijkt niet gerelateerd te zijn aan rendementen wanneer gecontroleerd wordt voor andere factoren. Concluderend kunnen we stellen dat hoge omzet en handel in derivaten leiden tot lage netto rendementen en dat vrouwen en beleggers met grote portefeuilles beter presteren dan mannen en beleggers met kleine portefeuilles.

Persistentie van beleggingsprestaties

Tot dusverre hebben we gezien dat de gemiddelde Nederlandse online belegger slecht presteert, vooral door overmatig handelen en beleggingen in derivaten. De verschillen tussen beleggers onderling blijken echter groot te zijn. Dit werpt de vraag op of sommige beleggers in staat zijn om consistent te winnen of consistent te verliezen. Als rendementen van particuliere beleggers inderdaad persistent blijken te zijn, is het interessant de karakteristieken en beleggingsstrategieën van de groepen winnaars en verliezers nader te analyseren. Onze aanpak hierbij is vergelijkbaar met die van Carhart (1997) voor beleggingsfondsen. Beleggers worden in tien gelijke groepen verdeeld op basis van hun prestaties in het afgelopen jaar. Daarna berekenen we voor elke groep het rendement in het daaropvolgende jaar. Deze procedure wordt jaarlijks herhaald. Indien prestaties persistent zijn, zal de groep beleggers met goede prestaties in het verleden ook in de daaropvolgende periode goed blijven presteren. Het omgekeerde moet gelden voor verliezers.

Uit de analyse blijkt dat de tien procent beleggers die in het afgelopen jaar het beste presteert (D1) het ook in het volgende jaar significant beter doet dan de tien procent beleggers die in het verleden de slechtste rendementen behaalde (D10). In termen van bruto rendement bedraagt het verschil 1,53 procent per maand. Wanneer kosten meegenomen worden, presteert D1 per maand zelfs 2,77 procent beter dan D10. Deze verschillen blijven ook na correctie voor risico bestaan.

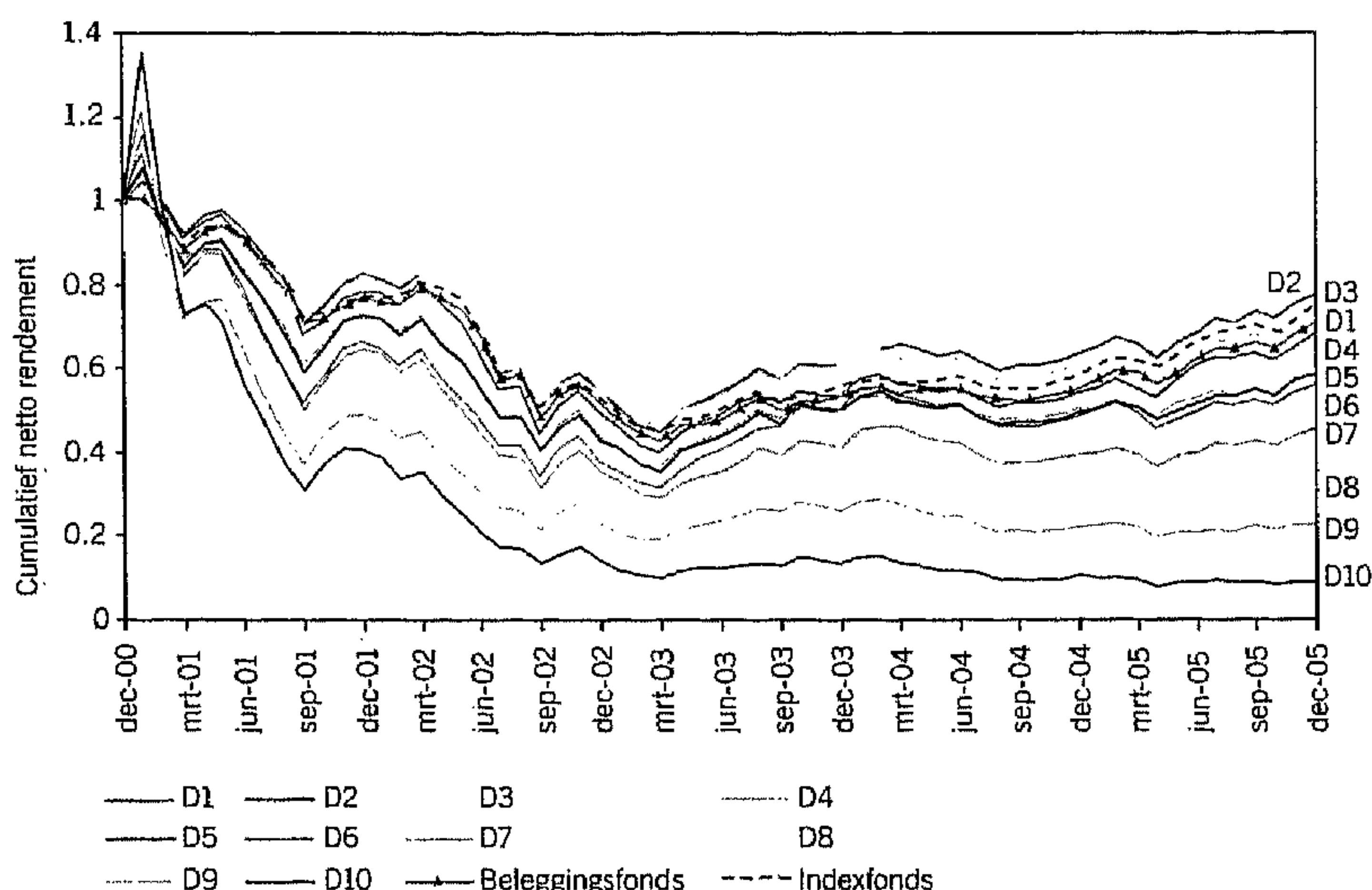
De grote spreiding tussen de groepen beleggers is zichtbaar in figuur 1, waarin de cumulatieve netto rendementen van de tien groepen getoond worden.

tabel 3

Cross-sectionele determinanten van particuliere beleggingsrendementen

	Bruto rendement			Netto rendement		
	2000 - 2006	2000 - 2002	2003- 2006	2000 - 2006	2000 - 2002	2003- 2006
Constante	-2,97 (-1,51)	-6,68 (-1,93)	0,46 (0,24)	-7,21 (-3,76)	-11,06 (-3,27)	-3,67 (-2,00)
Derivaten	-1,49 (-2,10)	0,41 (0,36)	-3,24 (-4,27)	-3,51 (-4,92)	-1,29 (-1,12)	-5,55 (-7,60)
Beide	-0,94 (-4,22)	-1,01 (-2,73)	-0,86 (-3,34)	-1,65 (-7,39)	-1,64 (-4,53)	-1,66 (-6,05)
In(Omzet)	0,61 (4,36)	0,79 (3,10)	0,44 (3,50)	-0,15 (-1,14)	0,05 (0,22)	-0,33 (-2,85)
Inactief	-0,99 (-2,36)	-0,86 (-1,35)	-1,10 (-1,99)	0,99 (2,48)	1,09 (1,80)	0,89 (1,68)
Vrouw	0,41 (3,72)	0,66 (3,58)	0,17 (1,52)	0,40 (3,67)	0,65 (3,59)	0,16 (1,44)
Man+Vrouw	0,19 (3,52)	0,18 (1,80)	0,20 (4,24)	0,25 (4,62)	0,25 (2,50)	0,24 (5,27)
In(Waardet-1)	0,30 (2,99)	0,41 (2,14)	0,20 (2,47)	0,57 (5,80)	0,68 (3,69)	0,46 (5,94)
Leeftijd/10	0,00 (-0,04)	0,04 (0,63)	-0,04 (-1,10)	-0,01 (-0,25)	0,04 (0,67)	-0,05 (-1,60)

'Derivaten' en 'beide' zijn dummy variabelen die aangeven of een belegger gedurende de maand respectievelijk alleen in derivaten en in zowel derivaten als niet-derivaten heeft gehandeld. 'Omzet' is de maandelijkse portefeuilleomzet en 'inactief' is een dummy variabele die de waarde 1 heeft als de belegger gedurende de maand geen transacties heeft uitgevoerd. 'Vrouw' en 'man+vrouw' zijn dummy variabelen die aangeven of een rekening aangehouden wordt door respectievelijk een vrouw en een man en vrouw samen. 'Waarde' is de portefeuillevaarde aan het einde van de vorige maand en 'leeftijd' is de leeftijd van de rekeninghouder. De natuurlijke logaritme van portefeuilleomzet en waarde wordt gebruikt omdat de verdeling van deze variabelen scheef is.



Deze figuur toont het cumulatieve netto rendement voor tien gelijke groepen van beleggers gesorteerd op basis van prestaties in het afgelopen jaar. D1 verwijst naar de groep beleggers met de beste prestaties in dat jaar terwijl D10 de tien procent slechtst presterende beleggers in het afgelopen jaar bevat. De groepen worden aan het eind van elk jaar opnieuw gevormd. De grafiek geeft weer hoeveel een investering van een euro aan het einde van december 2000 na vijf jaar oplevert. De figuur toont ook het cumulatieve netto rendement van een index fonds, waarbij uitgegaan wordt van 0,05 procent beheerkosten per maand en van een gemiddeld beleggingsfonds, gebaseerd op de bevindingen van Carhart (1997) dat het maandelijkse netto rendement van beleggingsfondsen 0,15 procent lager ligt dan het marktrendement.

De grafiek geeft weer hoeveel een investering van een euro aan het einde van december 2000 na vijf jaar uiteindelijk oplevert. Ter vergelijking wordt ook de waarde getoond van een belegging van een euro in een hypothetisch indexfonds, waarbij belegd wordt in een kapitaalgewogen brede index van Nederlandse aandelen en uitgegaan wordt van 0,05 procent kosten per maand. Daarnaast maken we de vergelijking met een gemiddeld (actief) beleggingsfonds, waarbij we uitgaan van een maandelijks netto rendement dat 0,15 procent achterblijft bij de markt. Dit uitgangspunt is gebaseerd op resultaten van Carhart (1997), die vindt dat actieve beleggingsfondsen gemiddeld een 0,15 procent lager netto maandrendement behalen dan de markt.

Alleen de beste tien procent beleggers zijn in staat het rendement van het indexfonds te evenaren of te overtreffen. Wanneer de prestaties van particuliere beleggers vergeleken worden met het netto rendement van beleggingsfondsen, dan blijken alleen de beste twintig procent online beleggers erin te slagen het gemiddelde beleggingsfonds te verslaan. De slechtste tien procent beleggers hebben na vijf jaar zelfs negentig procent van de initiële waarde verloren. Hierbij dient wel de kanttekening geplaatst te worden dat het niet waarschijnlijk is dat een individuele belegger voortdurend in dezelfde groep blijft. Desalniettemin is duidelijk dat een bepaalde groep beleggers veel geld verliest ten opzichte van de passieve indexstrategie of een beleggingsfonds.

De categorie verliezers blijkt vooral te bestaan uit beleggers met kleine portefeuilles, een hoge portefeuilleomzet en veel handel in derivaten. Mannen maken een groter deel uit van de groep verliezers dan van de groep winnaars. Ook blijken verliezers meer risicovolle portefeuilles te bezitten en meer te investeren in bedrijven uit de technologie sector, waardoor ze harder zijn getroffen door het uiteenspatten van de internetzeepbel.

Conclusies

De beleggingsresultaten van particuliere beleggers in Nederland blijken teleurstellend. De gemiddelde belegger presteert significant slechter dan de marktindex wanneer kosten in ogenschouw worden genomen. De matige prestaties van internetbeleggers zijn vooral te wijten aan hoge transactiekosten als gevolg van overmatig handelen en het beleggen in derivaten. Ofschoon actieve beleggers hogere bruto rendementen behalen dan passieve beleggers, blijkt hun winst onvoldoende te zijn om transactiekosten te dekken. Beleggers met kleine portefeuilles lijken opties te gebruiken om een gokje te wagen op de beurs. De onderzoeksresultaten tonen aan dat het onzorgvuldige gebruik van opties tot grote verliezen leidt voor deze groep. Verder blijkt dat vrouwen betere beleggers zijn dan mannen, voornamelijk door minder te handelen en minder risicovolle beleggingsportefeuilles samen te stellen. De groep van online beleggers blijkt zeer heterogeen te zijn, zowel wat betreft prestaties als

handelsgedrag. Beleggingsresultaten van particuliere beleggers zijn persistent: de meest succesvolle beleggers van het afgelopen jaar presteren ook in het daaropvolgende jaar significant beter dan de verliezers uit het verleden. Onze resultaten zijn relevant in het kader van de maatschappelijke trend waarin mensen steeds meer zelf verantwoordelijk worden voor hun financiële planning. De resultaten suggereren dat mensen bij het nemen van financiële beslissingen niet optimaal handelen. Dit sluit aan bij resultaten van Anderson (2005), die voor Zweden laat zien dat vooral kleine particuliere beleggers een groot deel van hun vermogen actief beleggen en dat ze daar weinig succesvol in zijn. Hij concludeert dan ook dat beleggingsverliezen geleden worden door degenen die ze het minst kunnen dragen. Dit alles suggereert dat particulieren gemiddeld over onvoldoende kennis beschikken om door middel van actief beleggen zelf (pensioen)vermogen op te bouwen. Wij pleiten dan ook voor meer permanente educatie van particuliere beleggers.

LITERATUUR

Anderson, A. (2005) *Is Online Trading Gambling with Peanuts?* Manuscript, Swedish Institute for Financial Research.
 Barber, B. en T. Odean (2000) *Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors.* *Journal of Finance*, 55, 773-806.
 Barber, B. en T. Odean (2001) *Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment.* *Quarterly Journal of Economics*, 116, 261-292.
 Bauer, R., M. Cosemans en P. Eichholtz (2007) *The Performance and Persistence of Individual Investors: Rational Agents or Tulip Maniacs?* Manuscript Universiteit Maastricht.
 Carhart, M. (1997) *On Persistence in Mutual Fund Performance.* *Journal of Finance*, 51, 1681-1714.
 Coval, J., D. Hirshleifer en T. Shumway (2005) *Can Individual Investors Beat the Market?* Manuscript Harvard University.
 Odean, T. (1999) *Do Investors Trade Too Much?* *American Economic Review*, 89, 1279-1298.