

Beleggingsadvies en de prestaties van particuliere beleggers

Marc Kramer

SAMENVATTING In dit artikel wordt een aanzet gedaan om de toegevoegde waarde van beleggingsadviseurs vanuit het perspectief van particuliere beleggers te onderzoeken. Hiertoe worden prestaties van geadviseerde en zelfstandige beleggers met elkaar vergeleken. Hoewel er grote verschillen in portefeuille- en beleggerskarakteristieken tussen beide groepen bestaan, wordt er geen significant verschil in risicocorrigeerd rendement gevonden. Wel zijn geadviseerde portefeuilles beter gediversifieerd, waardoor er minder niet-systematisch risico in de portefeuille van geadviseerde beleggers aanwezig is.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Dit artikel is interessant voor zowel particuliere beleggers die (overwegen om te gaan) beleggen – al dan niet met behulp van een beleggingsadviseur – als diegenen die als beleggingsprofessional te maken hebben met particuliere beleggers, in het bijzonder beleggingsadviseurs en hun management. Het onderzoek verschaft inzicht in diverse toegevoegde waarden die beleggingsadviseurs hun klanten kunnen verschaffen.

1 Inleiding

Met dit artikel wordt beoogd inzicht te verschaffen in de toegevoegde waarde van beleggingsadviseurs voor particuliere beleggers. Hiertoe worden portefeuillerendementen¹ van een groep geadviseerde met die van een groep niet-geadviseerde (hierna: zelfstandige) beleggers² met elkaar vergeleken op basis van een uitgebreide dataset van een Nederlandse bank.

Er is al veel empirisch onderzoek gedaan naar de prestaties van particuliere beleggers waarbij meestal een gemiddelde *underperformance* wordt gevonden ten opzichte van *buy-and-hold benchmarks*³ (Bauer et al., 2009; Barber en Odean, 2000; Odean, 1998 en 1999). Daarbij moet worden aangetekend dat er sprake is van een grote heterogeniteit in termen van achtergronden, kennis en ervaring waarbij bepaalde

groepen wél goed presteren (Coval, Hirshleifer en Shumway, 2005; Ivkovic, Sialm en Weisbenner, 2005; Ivkovic en Weisbenner, 2004). In deze onderzoeken worden vaak data gebruikt van zogenaamde *online* beleggers die zelfstandig, zonder tussenkomst van een adviseur, beleggingsorders via internet doorgeven. Ook in Nederland is internetbeleggen een populair fenomeen. Naast de reguliere grootbanken is een aantal gespecialiseerde internetintermediars zoals Alex en Binck actief op de Nederlandse markt.

Hoewel onderzoek naar het portefeuillerendement van de genoemde groep zelfstandige internetbeleggers natuurlijk veel interessante inzichten oplevert, verschaft het geen inzicht in het rendement van diegenen die bij hun beleggingsbeslissingen gebruikmaken van een beleggingsadviseur. Uit enquêteonderzoek in diverse landen blijkt dat de meeste beleggers portefeuilles samenstellen met behulp van een beleggingsadviseur (ICI, 2007; Fisher en Gerhardt, 2007; Millward Brown, 2005). Het lijkt niet onaannemelijk te veronderstellen dat beleggers die beleggingsbeslissingen nemen in samenspraak met een beleggingsprofessional, in potentie een ander resultaat kunnen bereiken dan de groep zelfstandige beleggers. Dit wil overigens niet zeggen dat beleggingsprofessionals over een goed *track record* beschikken als het om *outperformance* ten opzichte van *passieve benchmarks* gaat (Busse, Goyal en Wahal, 2010; Carhart, 1997; Gruber, 1996; Jensen, 1968). Daarentegen geven onderzoeken die particuliere beleggers met professionele beleggers vergelijken aan dat de laatste groep hogere rendementen realiseert (Barber, Lee, Liu en Odean, 2008; Grinblatt en Keloharju, 2000; Shapira en Venezia, 2001). Recent onderzoek van Bergstresser, Chalmers en Tufano (2009) laat zien dat beleggingsfondsen die via directe kanalen in de Verenigde Staten worden verkocht, beter presteren dan die fondsen die worden aangeboden via tussenpersonen zoals financieel adviseurs, een indicatie dat professional hun klanten juist geen goede dienst bewijzen. Uit ander onderzoek (Bluethgen et al., 2007) blijkt de positieve invloed van een beleggingsadviseur op

de mate van diversificatie in een portefeuille, hoewel dat niet per se tot betere rendementen in termen van alpha hoeft te leiden (Ivkovich, Sialm en Weisbenner, 2008).

Er zijn enkele theoretische en institutionele argumenten aan te dragen waarom beleggingsgedrag van geadviseerde beleggers af zou kunnen wijken van die van zelfstandige beleggers. In de eerste plaats bestaat er een potentieel agentschapsconflict tussen de adviseur en zijn⁴ cliënt, aangezien de adviseur naast het cliëntenbelang ook de belangen van de financiële instelling en zichzelf dient te behartigen binnen een context van informatieasymmetrie (Loonen, 2006). Zo kan een adviseur meer dan noodzakelijke mutaties in de portefeuille aanraden of beleggingsfondsen aanraden met een hoge *expense ratio*⁵ (en daaraan gelieerde *kick back fees*⁶) om zo de inkomsten van de instelling (en wellicht die van zichzelf) te verhogen. Terwijl Krausz en Paroush (2002) en Ottaviani (2000) een dergelijke focus op eigenbelang middels theoretische modellen onderbouwen, geeft Zhao (2007) empirisch bewijs voor commissiegedreven advies.

In de tweede plaats vindt beleggingsadvies plaats binnen een wettelijk kader. Financiële dienstverleners moeten voldoen aan de zorgplicht die is vastgelegd in de nieuwe Wet Financieel Toezicht (WFT) die op 1 januari 2007 in werking trad.⁷ Deze wet neemt het 'ken uw klant'-beginsel als uitgangspunt en maakt een onderscheid tussen effectendienstverlening via een adviseur en *execution only*.⁸ Hoewel in beide gevallen een zogenaamd cliëntenprofiel moet worden opgesteld waaraan orders worden getoetst, is dit bij een adviesrelatie veel omvangrijker. Daarnaast zijn de meeste Nederlandse beleggingsadviseurs, zeker diegenen die binnen de grote Nederlandse financiële instellingen werkzaam zijn, gecertificeerd door het Dutch Security Institute (DSI). Het DSI stelt eisen aan de kennis en ervaring van beleggingsprofessionals en geeft beleggers de mogelijkheid om klachten over de beleggingsadviseur aan een commissie (van het Kifid⁹) voor te leggen, die bindende uitspraken doet.

Ten derde lijkt het niet onaannemelijk te veronderstellen dat beleggingsadviseurs gemiddeld genomen over een hogere mate van vakbekwaamheid (bijvoorbeeld gemeten in beleggingservaring, opleidingsniveau, en beleggingskennis) beschikken dan de gemiddelde particuliere belegger. Verschillende onderzoeken tonen aan dat de mate van vakbekwaamheid negatief correleert met de mate van *biased decision making* (Feng en Seasholes, 2005; List, 2003; Shapira en Venezia, 2001). Hierbij valt te denken aan biases als het dispositie-effect, zelfoverschatting en het *endowment-effect*.¹⁰ Empirisch onderzoek laat duidelijk zien dat dergelijke biases een negatieve invloed hebben op het portefeuillerendement (Barber en Odean, 2000; Odean 1998 en 1999). In een recent artikel laten Seru, Shumway en

Stoffman (2010) zien dat sommige beleggers inderdaad beter worden door ervaring, maar dat dit leereffect vaak wordt overschat door het negeren van diegenen die stoppen omdat ze ontdekken niet kundig te zijn. Voorts geeft onderzoek aan dat naast cognitieve biases ook emoties een belangrijke rol spelen bij het nemen van beslissingen (Loewenstein, 2003) en dat ervaring een matigende invloed heeft op deze emoties (Lo en Repin, 2002).

Op basis van de voorgaande zowel (potentieel) positieve als negatieve invloeden moet worden geconstateerd dat het uiteindelijk een empirische vraag is in hoeverre een beleggingsadviseur per saldo aan waarde toevoegt aan de beleggingsbeslissingen van een individuele belegger. Dit artikel doet daartoe een eerste aanzet, door prestaties van een groep geadviseerde met die van een groep zelfstandige beleggers met elkaar te vergelijken. De rest van dit artikel kent de volgende structuur: in paragraaf 2 worden de gebruikte dataset en de gehanteerde methodologie beschreven. In paragraaf 3 worden de resultaten gepresenteerd en de conclusies staan in paragraaf 4.

2 Gegevens en methoden

In dit onderzoek wordt gebruikgemaakt van gegevens van een Nederlandse bank die zowel beleggingsadvies als *execution-only* via telefonische orderopname aanbiedt. Het gaat bij de gegevens om de portefeuille- en transactiegegevens van 16.053 klanten van de bank gedurende de periode april 2003 tot en met augustus 2007. In totaal gaat het om 535.543 transacties en 2.434.326 posities (een positie is hierbij een vermogenstitel die een klant in een bepaalde maand bezit). Daarnaast zijn er enkele demografische gegevens van iedere klant bekend. Klanten die gebruikmaken van een beleggingsadviseur van de bank worden gescheiden van klanten die gebruikmaken van het telefonische orderkanaal. Het is dus niet zo dat klanten per transactie een keus tussen beide kanalen kunnen maken zoals dat soms bij andere banken wel het geval is. Om te beoordelen of de groep beleggers in deze dataset representatief is voor de gemiddelde Nederlandse belegger, maak ik in tabel 1 een vergelijking met gegevens van De Nederlandsche Bank per maart 2006.

Uit deze tabel blijkt dat de gemiddelde belegger uit de hier gebruikte dataset redelijkerwijze overeenkomt met de gemiddelde Nederlandse belegger. De omvang van de portefeuille is iets lager en de *assetmix* komt redelijk overeen. Verder is de allocatie over aandelen en *structured products* vrijwel identiek, maar wordt er in de onderzochte populatie meer in vastrentende waarden belegd. Wat opvalt, is dat er in beide populaties een sterke mate van *home bias*¹¹ aanwezig is; zie het percentage Nederlandse aandelen en Nederlandse obligaties. Hoewel deze *home bias* bij de individuele aandelentitels in de onderzochte dataset sterker aanwezig is dan

Tabel 1 Vergelijking portefeuillesamenstelling per 31 maart 2006

	DNB Data	Dit onderzoek
Aandelen		
Individuele aandelen	37%	30%
<i>waarvan Nederlands</i>	75%	81%
Beleggingsfondsen	17%	22%
Totaal	54%	52%
Vastrentend		
Individuele obligaties	18%	18%
<i>waarvan Nederlands</i>	56%	87%
Beleggingsfondsen	7%	18%
Totaal	25%	36%
Overig		
Mixfondsen	4%	0%
Structured Products	6%	6%
Overig	11%	6%
Totaal	21%	12%
	100%	100%
Gemiddelde portefeuilleomvang	€ 70.000	€ 65.376

In deze tabel wordt de portefeuillesamenstelling van het gemiddelde Nederlandse huishouden ('DNB Data') vergeleken met de beleggers in dit onderzoek.

bij de gegevens van DNB, is de allocatie aandelenbeleggingsfondsen 5% groter. Deze aandelenbeleggingsfondsen kennen in de meeste gevallen een sterk internationale oriëntatie, waarmee de home bias deels wordt gecompenseerd. In tabel 2 geef ik enkele samenvattende statistieken van de dataset. Uit deel A van tabel 2 blijkt dat een meerderheid (70%) van de beleggende klanten op enig moment als adviesrelatie van de bank staat geregistreerd. Geadviseerde relaties zijn iets vaker een vrouw of een man en vrouw samen (de zogenaamde en/of-rekening). De gemiddelde leeftijd ligt voor beide groepen boven de 50 maar is hoger voor geadviseerde klanten. Het grootste verschil tussen beide groepen is zichtbaar bij de gemiddelde portefeuilleomvang. Geadviseerde relaties hebben een 4,5 maal hoger belegd vermogen dan niet-geadviseerde beleggers.

Indien we de handelsactiviteit van de portefeuilles met elkaar vergelijken (deel B van tabel 2), zien we dat de omzetsnelheid¹² van geadviseerde beleggers lager is dan die van zelfstandige beleggers. Dit gegeven zou kunnen indiceren dat adviseurs klanten niet per se tot meer transacties aanzetten.¹³ Hoewel de gemiddelde omzetsnelheid vrij hoog¹⁴ is (bijna 5% per maand), moet worden opgemerkt dat er van een grote heterogeniteit sprake is: 45% van de beleggers handelt vrijwel

nooit, terwijl de meest actieve 5% van de klanten een omzetsnelheid heeft van meer dan 50% per maand.¹⁵

Uit deel C van tabel 2 blijkt dat zelfstandige beleggers kiezen voor een risicovollere vermogensallocatie. Hoewel beide groepen rond de 85% in aandelen en obligaties beleggen, maakt bij de groep zelfstandige beleggers de aandelenallocatie een groter deel van de portefeuille uit. Ook bezitten meer beleggers in de niet-geadviseerde groep opties. Opties worden bij particulieren vaker speculatief dan als hedge-instrument ingezet (Bauer et al., 2009). Verder is er meer diversificatie (in termen van zowel het percentage aandelenbeleggingen als in aantal individuele aandelestitels) bij de groep geadviseerde beleggers te zien, hoewel dit deels samenhangt met de gemiddeld grotere portefeuilleomvang van deze groep.

2.1 Methodologie: rendementsberekeningen en regressievergelijkingen

Voor de berekening van de rendementen wordt gebruikgemaakt van de aangepaste methodiek van Dietz (1968), waarbij de omvang van de portefeuille op twee tijdstippen met elkaar wordt vergeleken, rekening houdend met mutaties en de timing daarvan. Vergelijking 1 wordt gebruikt voor de berekening van de brutorendementen:

$$R_{it}^{\text{gross}} = \frac{MV_{it} - MV_{it-1} - \sum NC_{it}^{\text{gross}}}{MV_{it-1} + \sum w_{it} NC_{it}^{\text{gross}}} \quad (1)$$

MV_{it} staat voor de marktwaarde van de portefeuille van belegger i aan het einde van maand t . NC_{it} staat voor de nettotoevoeging (met name aankopen en dividenden min verkopen) aan de portefeuille. w_{it} is een gewicht dat afhangt van de timing van de nettotoevoeging. Voor de berekening van de nettorendementen worden in de noemer de kosten¹⁶ in mindering gebracht.

Voor alle individuele portefeuilles wordt voor elke maand een portefeuillerendement¹⁷ berekend en indien de portefeuille over individuele aandelen beschikt, wordt daarnaast ook afzonderlijk een aandelenrendement¹⁸ berekend. Dit laatste wordt met name gedaan om een vergelijking te kunnen maken met de uitkomsten van eerder gepubliceerd onderzoek. De rendementen van de beleggers worden vervolgens geaggregeerd¹⁹ in een geadviseerde en een zelfstandig beheerde portefeuille. Het verschil in rendementen tussen deze geaggregeerde portefeuilles (bepaald via een zogenaamde long-short portefeuille waarbij er een longpositie in de geadviseerde en een short-positie in de zelfstandige portefeuille wordt genomen²⁰) wordt vervolgens middels de volgende regressievergelijkingen met elkaar vergeleken:

$$R_t^{\text{AB}} - R_t^{\text{ZB}} = \alpha + \beta_1(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_2 \text{SMB}_t + \beta_3 \text{HML}_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$R_t^{AB} - R_t^{ZB} = \alpha + \beta_1(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_2SMB_t + \beta_3HML_t + \beta_4BOND_t + \beta_5CALL_t + \beta_6PUT_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

In deze vergelijkingen is $R_t^{AB} - R_t^{ZB}$ het verschil in het gemiddelde rendement tussen een portefeuille van geadviseerde en een portefeuille van zelfstandig beleggende groep in maand t en zijn $R_{mt} - R_{ft}$, SMB_t en HML_t de factoren uit het Fama en French (1993)-model toegepast op de Nederlandse aandelenmarkt.²¹ Voor het berekenen van de alpha's van de gehele portefeuille wordt naast de hier genoemde aandelenfactoren rekening gehouden met het feit dat ook obligaties en opties de portefeuillerendementen bepalen. $BOND_t$ is hierbij het rendement²² op een index van langlopende Nederlandse overheidsobligaties. $CALL_t$ (PUT_t) is bepaald conform de methodologie van Agarwal en Naik (2004), waarbij $CALL_t$ (PUT_t) een rendementsserie is die wordt gegenereerd door het kopen van een tweemaands *at the money* AEX-index call (*put*)-optie aan het eind van iedere maand en de verkoop ervan aan het einde van de volgende maand. Deze procedure wordt elke maand herhaald, wat een tijdsreeks van 52 maandrendementen oplevert. Ter voorkoming van multicollineariteitsproblemen worden deze factoren georthogonaliseerd op de R_{mt} -factor.²³

In de genoemde tijdsreeks worden geadviseerde en zelfstandige beleggers in eerste instantie als een homogene groep verondersteld. Uit de beschrijvende statistieken in tabel 2 blijkt echter dat er (grote) verschillen bestaan tussen beide groepen. Diverse onderzoekers hebben laten zien dat deze verschillen mede bepalend zijn ter verklaring van gerealiseerde rendementen. Zo geven Bauer et al. (2009) aan dat omzetsnelheid, geslacht en portefeuilleomvang significant verklarende factoren zijn om rendementsverschillen tussen individuele beleggers te verklaren. Ook Barber en Odean (2000) laten zien dat de meest actieve beleggers de laagste nettorendementen realiseren. Aangezien mannen gemiddeld genomen meer handelen dan vrouwen, presteert de laatste groep significant beter (Barber en Odean, 2001). De omvang van de portefeuille wordt vaak als een proxy voor bekwaamheid gezien. Zo laat Anderson (2008) zien dat er een positieve relatie bestaat tussen portefeuillewaarde en handelsrendement en Bauer et al. (2009) geeft aan dat grote portefeuilles kleine portefeuilles *outperformen*. Leeftijd is potentieel gerelateerd aan beleggingservaring en daarmee mede bepalend voor het rendement. Korniotis en Kumar (2010) laten zien dat oudere, meer ervaren beleggers een hogere graad van beleggingskennis aan de dag leggen, maar vervolgens een lagere graad van beleggingsvaardigheden hebben.

Om rekening te houden met de genoemde verschillen tussen geadviseerde en zelfstandige beleggers wordt elke

Tabel 2 Beschrijvende statistieken

	Alle beleggers	Geadviseerde beleggers (AB)	Zelfstandige beleggers (ZB)	Vershil AB-ZB
A. Karakteristieken				
Geadviseerd (%)	70%			
Vrouw (%)	25,6%	26,7%	23,7%	3,0%
En/of (%)	39,2%	40,0%	36,0%	4,0%
Leeftijd (jaren)	55,0	56,4	51,7	4,7
Portefeuilleomvang (€)	52.468	69.364	15.101	54.263
B. Maandelijkse handelsactiviteit				
Omzetsnelheid (%)	4,70	4,36	5,48	-1,12
Transacties (#)	0,23	0,27	0,14	0,13
Optie transacties (#)	0,07	0,08	0,04	0,04
C. Portefeuillesamenstelling				
Aandelen (%)	54,9%	47,9%	68,3%	-20,4%
Obligaties (%)	30,7%	36,1%	20,0%	16,1%
Vastgoed (%)	2,3%	3,0%	0,8%	2,2%
Structured products(%)	7,5%	8,5%	5,8%	2,7%
Mixfonds (%)	3,0%	3,4%	2,3%	1,2%
Opties (% van portefeuilles)	4,9%	4,5%	6,0%	-1,5%
Individuele aandelen (#)	4,40	5,16	3,26	1,90
Portefeuilles (#)	16.053			

In deze tabel staan enkele kenmerken van de beleggers en portefeuilles die in dit onderzoek worden gebruikt.

maand conform de methodologie van Fama en MacBeth (1973) het portefeuille- en aandelenrendement geregresseerd op enkele beleggerskarakteristieken. Ter verklaring van de portefeuillerendementen worden tevens enkele portefeuillekarakteristieken toegevoegd om rekening te houden met verschillen in vermogensallocatie.²⁴ Ik gebruik vergelijking 4 voor de analyse van aandelenrendementen en vergelijking 5 voor de portefeuillerendementen.

$$R_{it} = \alpha_{0i} + \beta_{1i}Advies_{it} + \beta_{2i}Vrouw_{it} + \beta_{3i}En/Of_{it} + \beta_{4i}Leeftijd_{it} + \beta_{5i}\ln(waarde)_{it} + \beta_{6i}\ln(Omzetsnelheid)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$R_{it} = \alpha_{0i} + \beta_{1i}Advies_{it} + \beta_{2i}Vrouw_{it} + \beta_{3i}En/Of_{it} + \beta_{4i}Leeftijd_{it} + \beta_{5i}\ln(waarde)_{it} + \beta_{6i}\ln(Omzetsnelheid)_{it} + \beta_{7i}Aandelen_{it} + \beta_{8i}Obligaties_{it} + \beta_{9i}Vastgoed_{it} + \beta_{10i}Gestructureerd_{it} + \beta_{11i}Mix_{it} + \beta_{12i}Derivaat_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

In de genoemde vergelijkingen is R_{it} het portefeuille- of aandelenrendement van belegger i in maand t . $Advies_{it}$, de belangrijkste variabele in deze vergelijkingen, is een dummy-variabele die de waarde 1 heeft indien de belegger in de onderzochte maand een adviesrelatie van de bank is. $Vrouw_{it}$ en $Ertof_{it}$ zijn dummyvariabelen met de waarde 1 indien de portefeuille van respectievelijk een vrouw alleen, en van een man en vrouw samen is. $Leeftijd_{it}$ is de leeftijd van de eerste rekeninghouder. $Waarde_{it}$ is de waarde van de portefeuille in euro's aan het begin van iedere maand. Hierbij wordt in vergelijking 4 gebruikgemaakt van de waarde van uitsluitend de aandelenposities en in vergelijking 5 van de totale portefeuillevaarde. $Omzetsnelheid_{it}$ is een maatstaf voor de activiteit binnen een portefeuille en wordt berekend als de absolute som van alle koop- en verkooptransacties gedeeld op de waarde van de portefeuille aan het begin van de maand t . $Aandelen_{it}$, $Obligaties_{it}$, $Vastgoed_{it}$, $Gestructureerd_{it}$ en Mix_{it} zijn de procentuele vermogensallocaties van respectievelijk aandelen, vastrentende waarden, onroerend goed, structured products en mixfondsen aan het begin van elke maand t . $Derivaat$ is een dummy die de waarde 1 heeft indien in de onderzochte maand derivatenposities (opties en/of turbo's) in de portefeuille aanwezig waren.

3 Resultaten

In tabel 3 staan de rendementsverschillen tussen een gelijk gewogen portefeuille van geadviseerde beleggers en die van zelfstandige beleggers. Er bestaat een groot verschil in het gemiddelde maandrendement voor de gehele portefeuille. In bruto-(netto)termen presteert de geadviseerde groep 0,25% (0,23%) per maand slechter dan de zelfstandige groep.²⁵ Deze bevinding is voor het grootste gedeelte te verklaren uit de grotere aandelenallocatie van de gemiddelde portefeuille van zelfstandige beleggers gedurende een periode waarbij het rendement op de MSCI Netherlands Index per maand 1,59% meer bedroeg dan de driemaands Euribor, terwijl de index van lange Nederlandse staatsobligaties 0,11% per maand meer opleverde. Van meer belang is het om derhalve te kijken naar het risicogecorrigeerde bruto-(netto)rendementsverschil. Dit bedraagt een niet-significante (en bovendien zeer kleine) 0,07% (0,05%) in het nadeel van de geadviseerde groep.²⁶ Indien uitsluitend gekeken wordt naar de rendementen van de individuele aandelenposities (tabel 3, kolommen 'uitsluitend aandelen'), treedt een vergelijkbaar beeld op van kleine negatieve, maar niet-significante verschillen.²⁷ Hieruit kunnen we de eerste conclusie trekken dat indien er rekening wordt gehouden met de verschillen in *exposures* op diverse risicofactoren, geadviseerde beleggers niet beter, maar ook niet slechter presteren dan zelfstandige beleggers. Het is interessant op te merken dat de factorlading op de marktfactor 0,07 hoger is voor geadviseerde beleggers, wat impliceert dat deze groep meer systematisch marktrisico neemt. Daarentegen belegt de geadviseerde belegger meer in

largecaps gezien de significant negatieve exposure op de SMB-factor, wat weer een lager risico impliceert.

Zoals eerder al is opgemerkt, is in voorgaande analyses geen rekening gehouden met de cross-sectionele verschillen tussen beide groepen, die mede bepalend kunnen zijn voor de gerealiseerde rendementen. In tabel 4 staan de resultaten van de Fama-MacBeth-regressies, waarbij *Advies* de belangrijkste variabele is die, onder bepaalde veronderstellingen²⁸, de toegevoegde waarde van de beleggingsadviseur in termen van rendement laat zien. Vergelijkbaar met de hiervoor besproken resultaten is de coëfficiënt bij de *Advies*-dummy in het algemeen klein, negatief, maar niet-significant. Hierbij moet wel worden opgemerkt dat bij het portefeuillerendement de coëfficiënt van *Advies* met een t -waarde van 1,63 ($p=11\%$) significantie nadert. Over het algemeen worden adviesportefeuilles dus met licht lagere rendementen geassocieerd, maar de hypothese van geen rendementsverschillen kan niet worden verworpen. Verder valt op dat, in tegenstelling tot de bevindingen van Barber en Odean (2001), vrouwen niet beter presteren dan mannen. Aan de coëfficiënt bij *Omzetsnelheid* is duidelijk te zien dat actieve beleggers een hoger brutorendement realiseren, maar dat dit voordeel teniet wordt gedaan door transactiekosten waarna, overeenkomstig Barber en Odean (2000), een significant negatief effect resteert.

Een mogelijk nadeel van de gebruikte dataset is dat de periode die het beslaat, wordt gekenmerkt door een zogenaamde bull market.²⁹ In 2008 werden beleggers echter met enorme koersverliezen geconfronteerd, waarna in 2009 weer een krachtig herstel optrad. Het zou interessant zijn om deze jaren aan de dataset toe te voegen om te onderzoeken of de gevonden resultaten wellicht te wijten zijn aan de onderzochte periode. Helaas is dat niet mogelijk. Om toch een beeld te krijgen van hoe de portefeuilles gepresteerd zouden kunnen hebben in 2008, beperken we onze analyse tot die maanden in de dataset die worden gekenmerkt door een neerwaartse beursbeweging. Gezien de relatief grote groep beleggers binnen onze dataset die nauwelijks in de portefeuille muteert, zijn wij van mening dat uit deze analyse een aardige indicatie van het gedrag in 2008 kan worden verkregen. In totaal gaat het om 16 maanden in de periode 2003-2007 waarbij de Nederlandse beurs met cumulatief 41% daalde, vergelijkbaar met de cumulatieve daling in 2008. In tabel 4 staan in de kolommen 'neerwaartse markt' de resultaten. De verschillen bij *Advies* zijn nu praktisch nul en verre van significant.

Samenvattend lijkt het er dus op dat geadviseerde beleggers geen betere (maar ook geen significant slechtere) rendementen behalen dan zelfstandige beleggers. Nu resteert de vraag of een beleggingsadviseur inderdaad geen enkele waarde toevoegt. Naast het feit dat adviseurs hun klanten

Tabel 3 Rendementsverschillen tussen geadviseerde en zelfstandige beleggers

Afhankelijke variabele	Brutorendementsverschil		Nettorendementsverschil	
	Hele portefeuille	Uitsluitend aandelen	Hele portefeuille	Uitsluitend aandelen
Niet-risicogecorrigeerd	-0,25	0,03	-0,23	0,05
	(-0,79)	(0,06)	(-0,72)	(0,08)
Risicogecorrigeerd (Alpha)	-0,07	-0,09	-0,05	-0,08
	(-1,35)	(-0,82)	(-0,99)	(-0,69)
$R_m - R_f$	-0,12***	0,07***	-0,11***	0,07***
	(-7,23)	(3,35)	(-6,92)	(3,38)
SMB	-0,02	-0,07*	-0,02	-0,07*
	(-1,42)	(-1,74)	(-1,37)	(-1,72)
HML	-0,00	-0,05	-0,00	-0,05
	(-0,25)	(-1,41)	(-0,23)	(-1,39)
Bond	0,04		0,05	
	(1,33)		(1,37)	
Call	-0,00***		-0,00***	
	(-3,52)		(-3,55)	
Put	0,00		0,00	
	(1,42)		(1,41)	
Adj R ²	70%	21%	70%	20%

***, **, * geven significantie weer op respectievelijk 1 procent, 5 procent en 10 procent.

Deze tabel geeft de resultaten van enkele regressies waarbij als afhankelijke variabele het rendementsverschil in procenten tussen een portefeuille van gelijk gewogen rendementen van geadviseerde beleggers en een portefeuille van zelfstandige beleggers gebruikt wordt. Bij de twee linkerkolommen is het brutorendementsverschil gebruikt, bij de twee rechterkolommen het nettorendementsverschil (waarbij bewaar- en transactiekosten in mindering worden gebracht). De kolom 'Hele portefeuille' neemt het portefeuillerendement (inclusief o.a. beleggingsfondsen, obligaties en derivaten) als afhankelijke variabele, bij de kolom 'Uitsluitend aandelen' is dit het rendement gebaseerd op uitsluitend individuele aandelen. Als onafhankelijke variabelen zijn gebruikt het excess rendement van de MCSI-Netherlands index ($R_m - R_f$), en de factoren voor size (SMB) en value (HML). Voor de regressies op de hele portefeuille wordt daaraan toegevoegd: een obligatie-index van Nederlandse staatsleningen (Bond) en twee optiefactoren (Call en Put). Tussen haakjes staan de t-waarden.

diverse andere (minder tastbare) voordelen kunnen opleveren, zoals tijdsbesparing en psychologische voordelen (denk hierbij aan *scapegoating* en *comforting*³⁹), hebben we nog niet expliciet het risico in de diverse portefeuilles onderzocht. Zo zou een adviseur het risico in de portefeuille kunnen verkleinen door zijn wellicht betere kennis over diversificatievoordelen. In kolom 1 en 3 van tabel 5 beschouwen we ten eerste het totale risico (gemeten als volatiliteit van de portefeuille- en aandelenrendementen van elke individuele portefeuille waarvan we minimaal 24 rendementsobservaties hebben). Hierbij is duidelijk te zien dat geadviseerde beleggers aan significant minder volatiliteit (deel A) blootstaan, ook als we controleren voor verschillen tussen beide groepen beleggers (deel B). Bij de volatiliteit van de gehele portefeuille is dit een logische constatering; geadviseerde beleggers beleggen immers minder in aandelen en meer in obligaties waarmee de bewegelijkheid van de rendementen in het alge-

meen lager wordt. Deze bevinding is ook consistent met het idee dat meer risicoaverse beleggers eerder geneigd zijn een adviseur in de hand nemen. De significant lagere volatiliteit van de geadviseerde aandelenportefeuilles (deel A, kolom 3) is met name te wijten aan de gemiddeld grotere omvang van deze portefeuilles; indien we controleren (panel B) voor cross-sectionele verschillen, verdwijnt de significantie bij Advies met name door de invloed van de portefeuilleomvang. Ook dit is niet onlogisch. In grote aandelenportefeuilles is spreiden eenvoudiger omdat het kostentechnisch onvoordelig is om met kleine bedragen³¹ in diverse individuele titels te beleggen.

Van groter belang is echter de eventuele invloed van de adviseur op het diversifieerbare risico, dit risico is namelijk eenvoudig te vermijden door een goede spreiding in de portefeuille aan te brengen. Het diversifieerbaar risico bepalen we door voor alle individuele portefeuilles de

Tabel 4 Fama-MacBeth-regressies op beleggers- en portefeuillekarakteristieken

Afhankelijke variabele	Rendement gehele portefeuille			Rendement uitsluitend aandelen		
	Bruto	Netto	Netto (neerwaartse markt)	Bruto	Netto	Netto (neerwaartse markt)
Constante	-0,10 (-0,23)	-0,52 (-1,16)	-0,16 (-0,23)	1,96*** (3,06)	1,27* (1,99)	-1,41 (-1,47)
Advies	-0,07 (-1,63)	-0,07 (-1,60)	0,01 (0,08)	0,03 (0,52)	-0,01 (-0,27)	-0,00 (-0,01)
Vrouw	-0,02 (-1,12)	-0,02 (-1,02)	0,00 (0,05)	-0,03 (-0,46)	-0,04 (-0,66)	0,01 (0,06)
En/Of	0,01 (0,56)	0,01 (0,72)	0,01 (0,44)	0,04 (1,56)	0,04 (1,28)	-0,10** (-2,48)
Leeftijd	0,00** (2,23)	0,00 (1,54)	-0,00 (-0,11)	0,00** (2,23)	0,00* (1,87)	0,00** (2,51)
Waarde (ln)	0,08 (1,65)	0,13** (2,55)	-0,02 (-0,21)	-0,08 (-0,70)	0,08 (0,73)	-0,16 (-0,85)
Omzetsnelheid (ln)	0,27*** (4,29)	-0,17*** (-2,73)	-0,22* (-2,13)	0,38*** (3,20)	-0,40*** (-3,24)	-0,50* (-2,11)
Aandelen	0,95** (2,17)	1,16** (2,62)	-1,40* (-2,02)			
Obligaties	-0,24 (-0,58)	-0,00 (-0,01)	0,37 (0,49)			
Vastgoed	0,37 (0,84)	0,63 (1,42)	0,23 (0,31)			
Gestructureerd	0,25 (0,63)	0,47 (1,17)	-0,77 (-1,18)			
Mixfonds	0,04 (0,10)	0,24 (0,60)	-0,51 (-0,80)			
Derivaat	0,25** (2,60)	0,22** (2,27)	-0,32* (-2,13)			
R ²	22,9%	22,7%	21,9%	2,8%	2,9%	2,9%

***, **, * geven significantie weer op respectievelijk 1 procent, 5 procent, en 10 procent.

In deze tabel staan de coëfficiënten van enkele cross-sectionele regressies van het bruto- en nettorendement van 16.053 beleggers (en 6907 beleggers die in gewone aandelen beleggen) op enkele beleggers- en portefeuillekenmerken. Advies is een dummyvariabele die de waarde 1 heeft indien de belegger in de onderzochte maand een adviesrelatie van de bank is; Vrouw en En/of zijn dummyvariabelen met de waarde 1 indien de portefeuille van respectievelijk een vrouw alleen, en van een man en vrouw samen is; Leeftijd is de leeftijd van de eerste rekeninghouder; Waarde is de waarde van de portefeuille in euro's aan het begin van iedere maand. Omzetsnelheid is de absolute som van alle koop- en verkooptransacties gedeeld op de waarde van de portefeuille aan het begin van de maand t. Aandelen, Obligaties, Vastgoed, Gestructureerd en Mixfonds zijn de procentuele vermogensallocaties van respectievelijk aandelen, vastrentende waarden, onroerend goed, structured products en mixfondsen aan het begin van elke maand. Derivaat is een dummy die de waarde 1 heeft indien in de onderzochte maand derivatenposities (opties en/of turbo's) in de portefeuille aanwezig waren.

maandrendementen te regresseren op het eerder beschreven 6- en 3-factor model (zie specificatie 2 en 3 eerder in dit artikel) maar nu op individueel niveau. De standaarddeviatie van het niet-verklaarde deel (het residu, ε_{it}) uit deze vergelijkingen is een maatstaf voor het onnodig gelopen

risico. Vervolgens kijken we naar het verschil in dit diversifieerbare risico tussen geadviseerde en zelfstandig beheerde portefeuilles, daarbij tevens controlerend voor cross-sectionele verschillen tussen beide groepen. De resultaten staan in kolom 2 en 4 van tabel 5. Hieruit blijkt duidelijk dat voor de

gehele portefeuille geadviseerde beleggers aan significant minder diversifieerbaar risico blootstaan, ook indien we controleren voor verschillen tussen beide groepen. In lijn met eerder onderzoek (Barber en Odean, 2001) zien we ook dat vrouwen minder risico nemen, maar tevens in staat zijn om het diversifieerbaar risico te verkleinen. Bij de aandelenportefeuilles (kolom 4) verdwijnt echter de significantie van Advies, met name door het controleren voor verschil in portefeuilleomvang. Interessant om te zien is de sterk positieve coëfficiënt van omzetsnelheid. Hieruit blijkt dat hoe actiever de belegger, hoe meer diversifieerbaar risico wordt gelopen. Concluderend kunnen we vaststellen dat in de geadviseerde portefeuilles minder risico wordt gelopen door betere diversificatie. Binnen het aandelengedeelte van de portefeuilles zijn de verschillen echter klein, wat erop duidt dat de adviseur met name diversificatievoordelen benut door beter te spreiden over vermogenscategorieën. Wel tekenen we hierbij aan dat er voor beide groepen beleggers nog veel additioneel voordeel te behalen is, het diversifieerbaar risico is in verhouding tot het totale risico aanzienlijk. Een ander mogelijk verschil tussen geadviseerde en zelfstandig beheerde portefeuilles zou de mate van timingvaardigheid kunnen zijn. Timingvaardigheid komt naar voren door de vermogensallocatie tijdig aan te passen aan verwachte markt-bewegingen. In lijn met de methodiek die Bergstresser et al. (2009) gebruiken, vergelijken we rendementen van portefeuilles die worden bepaald door de geaggregeerde vermogensallocatie aan het begin van elke maand te koppelen aan enkele indexrendementen in die maand. Vervolgens vergelijken we de Sharpe ratio's van beide portefeuilles door de gemiddelde maandrendementen te schalen met de bijbehorende standaarddeviatie. We nemen hier de volgende vermogenscategorieën³² mee: aandelen Nederland, aandelen buitenland, obligaties Nederland, obligaties buitenland en vastgoed. Deze categorieën dekken ongeveer 90% van de waarde van alle portefeuilles af. Andere vermogenscategorieën zoals mixfondsen of structured products zijn lastig aan een goede index te koppelen door de grote diversiteit binnen deze categorieën. In tabel 6 staat hoe deze portefeuilles hebben gepresteerd. Wederom zien we dat de zelfstandige beleggers een hoger maandrendement realiseren, maar dat dit met meer risico gepaard gaat. De Sharpe ratio van beide portefeuilles is nagenoeg gelijk. Hieruit valt te concluderen dat de timingvaardigheid van beide groepen beleggers niet wezenlijk van elkaar verschilt.

4 Samenvatting en conclusie

In dit artikel wordt een eerste aanzet gegeven om de toegevoegde waarde van een beleggingsadviseur vanuit het oogpunt van particuliere beleggers te onderzoeken. Dit doen we door een groep geadviseerde en zelfstandige beleggers met elkaar te vergelijken over een periode van 4,5 jaar. De potentiële voordelen van het beleggen met behulp van een beleggingsadviseur zijn divers; men zou kunnen

Tabel 5 Cross-sectionele verschillen in risico

	Gehele portefeuille		Uitsluitend aandelen	
	Totale risico	Diversifieerbaar risico	Totale risico	Diversifieerbaar risico
A: Gemiddeldes				
Advies	2,27%	1,59%	4,84%	3,55%
Zelfstandig	3,21%	2,31%	5,29%	4,08%
Vershil	-0,94%***	-0,72%***	-0,45%***	-0,53%***
B: Regressies				
Advies	-0,73***	-0,53***	-0,01	-0,03
	(0,00)	(0,00)	(0,86)	(0,43)
Vrouw	-0,19***	-0,12***	-0,07	-0,07
	(0,00)	(0,00)	(0,22)	(0,21)
En/Of	0,04	0,01	-0,08*	-0,17***
	(0,21)	(0,68)	(0,10)	(0,00)
Leeftijd	-0,00***	0,00	0,01***	0,01***
	(0,00)	(0,30)	(0,00)	(0,00)
Waarde (ln)	-0,58***	-0,54***	-1,08***	-1,17***
	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)
Omzetsnelheid (ln)	3,26***	2,18***	1,97***	1,81***
	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)
Constante	5,47***	4,24***	8,91***	8,04***
	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)
Aantal portefeuilles	10.677	10.677	3625	3625
R ²	21%	22%	26%	31%

***, **, * geven significantie weer op respectievelijk 1 procent, 5 procent, en 10 procent.

In deze tabel staan de verschillen in risico tussen geadviseerde en zelfstandige beleggers voor de gehele (alsmede de aandelen) portefeuille. Risico's worden gemeten als de standaarddeviatie van de nettoportefeuille (aandelen)rendementen ('Totale risico') alsmede de standaarddeviatie van de residuen ('Diversifieerbaar risico') uit regressies van elke belegger afzonderlijk van de nettorendementen op het 6 (3) factor model (zie specificatie 2 en 3 eerder in dit artikel). Risico's worden alleen bepaald voor die beleggers waarvan minimaal 24 rendementsobservaties aanwezig zijn. In Panel A staan de verschillen in risico tussen de gemiddelde geadviseerde en zelfstandige portefeuille. In Panel B wordt het risico geregresseerd op enkele cross-sectionele verschillen. Hierbij is Advies een dummyvariabele die de waarde 1 heeft indien de belegger in de onderzochte maand een adviesrelatie van de bank is; Vrouw en En/Of zijn dummyvariabelen met de waarde 1 indien de portefeuille van respectievelijk een vrouw alleen en van een man en vrouw samen is, Leeftijd is de leeftijd van de eerste rekeninghouder; Waarde is de waarde van de gehele (aandelen)portefeuille in euro's aan het begin van iedere maand. Omzetsnelheid is de absolute som van alle (aandelen)koop- en verkooptransacties gedeeld op de waarde van de gehele (aandelen)portefeuille aan het begin van de maand.

denken aan rendementsverbetering, risicoverlaging, tijdsbesparing of psychologische voordelen. Een potentieel probleem bij het inschakelen van een adviseur is de belangtegenstelling die bestaat met zijn cliënt.

Als eerste hebben we de rendementen van geadviseerde en zelfstandige beleggers met elkaar vergeleken. We zien dat

Tabel 6 Timing

	Geadviseerde portefeuilles	Zelfstandige portefeuilles
Gemiddelde excess (boven risicovrije) rendement per maand	0,86%	1,00%
Standaarddeviatie van maandelijkse excess rendementen	1,55%	1,89%
Sharpe ratio	0,55	0,53

In deze tabel wordt de timingvaardigheid van geadviseerde beleggers met die van zelfstandige beleggers vergeleken. Hiertoe wordt de geaggregeerde waardegewogen vermogensallocatie van elke groep aan het begin van elke maand toegepast op passieve indexrendementen. Er worden vijf vermogenscategorieën meegenomen: Aandelen Nederland, Aandelen Buitenland, Obligaties Nederland, Obligaties Buitenland en Onroerend goed. Als risicovrij rendement wordt de driemaands Euribor genomen.

geadviseerde portefeuilles worden geassocieerd met lagere rendementen, waarbij het verschil ongeveer 0,25% per maand (3% per jaar) bedraagt. Dit rendementsverschil blijkt echter volledig te verklaren uit de samenstelling van de portefeuille, die bij geadviseerde beleggers minder risicovol is. Deze bevinding wordt ondersteund door onze analyse van individuele aandelestitels en van de timingvaardigheden, waarbij ook geen rendementsverschillen waarneembaar zijn.

Een andere belangrijke conclusie komt uit de analyse van risicoverschillen tussen geadviseerde en zelfstandige beleggers. Het totale risico in geadviseerde portefeuilles is significant lager dan dat in zelfstandige portefeuilles. Dit is consistent met het idee dat risicoaverse beleggers eerder geneigd zijn om een adviseur bij hun beleggingskeuzes in te schakelen. In lijn met Bluethgen et al. (2007) vinden wij ook dat

geadviseerde portefeuilles beter zijn gespreid, waarmee de omvang van het idiosyncratische³³ risico significant lager wordt. Het zou kunnen zijn dat hier de kennis van de adviseurs over diversificatievoordelen zich in een voordeel voor beleggers uitbetaalt. Zeker kunnen we hiervan echter niet zijn, aangezien we niet het gedrag van dezelfde beleggers zonder adviseur kunnen waarnemen. Maar aangezien diversificatie een van de eerste en belangrijkste lessen is uit de beleggingsleer, lijkt het niet onaannemelijk te veronderstellen dat adviseurs zich bewust zijn van de voordelen van spreiding en daar dan ook naar handelen.

Een mogelijke beperking van de gebruikte dataset is de onderzochte periode, die zich kenmerkte door een sterke stijging op de aandelenmarkten. Het zou nuttig zijn om de onderzoeksperiode te verrijken met gegevens over 2008 en 2009, waarin de beurzen wereldwijd fors daalden en weer krachtig herstelden. Na analyse van de neerwaartse beursperiodes in onze dataset is onze indruk dat de conclusies ook voor het jaar 2008 zouden blijven staan.

Samenvattend durven we voorzichtig te stellen dat het inschakelen van een beleggingsadviseur voor veel particuliere beleggers een goede zet zou zijn. Een adviseur biedt tijdsbesparing, psychologische voordelen en verlaagt onnodige risico's, terwijl hieraan in termen van rendementsverlies geen kosten verbonden zijn. ■

Drs. M.M. Kramer RBA studeerde in 1996 af aan de Rijksuniversiteit Groningen en werkte diverse jaren als beleggingsadviseur bij de Rabobank. Sinds 2005 is hij werkzaam als docent/onderzoeker aan de Rijksuniversiteit Groningen.

Literatuur

- Agarwal, V. en N. Naik (2004), Risks and portfolio decisions involving hedge funds, *Review of Financial Studies*, vol. 17, pp. 63-98.
- Anderson, A. (2008), Is online trading gambling with peanuts?, *Working Paper* beschikbaar via SSRN: <http://ssrn.com/abstract=871435>.
- Barber, B.E. en T. Odean (2000), Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors, *Journal of Finance*, vol. 55, pp. 773-806.
- Barber, B.E. en T. Odean (2001), Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, pp. 261-292.
- Barber, B.M., Y.T. Lee, Y.J. Liu en T. Odean (2008), Just how much do individual investors lose by trading?, *Review of Financial Studies*, vol. 22, pp. 609-632.
- Bauer, R., M. Cosemans en P. Eichholtz (2009), Option trading and individual investor performance, *Journal of Banking and Finance*, vol. 33, no. 4, pp. 731-746.
- Bergstresser, D., J.M.R. Chalmers en P. Tufano (2009), Assessing the costs and benefits of brokers in the mutual fund industry, *Review of Financial Studies*, vol. 22, no. 10, pp. 4129-4156.
- Bluethgen, R., A. Gintschel, A. Hackethal en A. Müller (2007), Financial advice and individual investors' portfolios, *Working Paper* beschikbaar via SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=968197.
- Busse, J.A., A. Goyal en S. Wahal (2010), Performance and persistence in institutional investment management, *Journal of Finance*, vol. 65, pp. 765-790.
- Carhart, M.M (1997), On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 57-82.
- Coval, J.D., D.A. Hirshleifer en T. Shumway (2005), Can individual investors beat the market?, *Working Paper* available via SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=364000.

- Dietz, P.O. (1968), Components of a measurement model: Rate of return, risk and timing, *Journal of Finance*, vol. 23, no. 2, pp. 267-275.
- DNB (2006), De Nederlandsche Bank, *Statistisch bulletin*, december.
- Fama, E. en J.D. MacBeth (1973), Risk, return and equilibrium: Empirical tests, *Journal of Political Economy*, vol. 81, no.3, pp. 607-636.
- Fama, E. en K. French (1993), Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics*, vol. 33, pp. 3-56.
- Feng, L. en M.S. Seasholes (2005), Do investor sophistication and trading experience eliminate behavioral biases in financial markets?, *Review of Finance*, vol. 9, pp. 305-351.
- Fisher, R. en R. Gerhardt (2007), Investment mistakes of individual investors and the impact of financial advice, *Working Paper* beschikbaar via SSRN: <http://papers.ssrn.com/abstract=1009196>.
- Grinblatt, M. en M. Keloharju (2000), The investment behavior and performance of various investor types, A study of Finland's unique data set, *Journal of Financial Economics*, vol. 55, pp. 43-67.
- Gruber, M.J. (1996), Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds, *Journal of Finance*, vol. 51, pp. 783-810.
- Hung, A.A. en J.K. Yoong (2010), Asking for help, *Rand Working Paper Series WR-714-1*, beschikbaar via SSRN: <http://papers.ssrn.com/abstract=1532993>.
- ICI, Investment Company Institute (2007), Why do mutual fund investors use professional financial advisors?, gedownload op 7 mei 2007 van <http://www.ici.org/home/fm-v16n1.pdf>.
- Ivkovic, Z. en S.J. Weisbenner (2005), Local does as local is: Information content of the geography of individual investors' common stock investments, *Journal of Finance*, vol. 60, pp. 267-306.
- Ivkovic, Z., S. Sialm en S.J. Weisbenner (2008), Portfolio concentration and the performance of individual investors, *Journal Financial and Quantitative Analysis*, vol. 43, pp. 613-655.
- Jensen, M.C. (1968), The performance of mutual funds in the period 1945-1964, *Journal of Finance*, vol. 23, pp. 389-416.
- Kahneman, D. en A. Tverski (1979), Prospect theory: An analysis of decision under risk, *Econometrica*, vol. 47, no. 2, pp. 263-291.
- Korniotis G.M. en A. Kumar (2010), Do older investors make better investment decisions?, *Review of Economics and Statistics*, Forthcoming, beschikbaar via SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=767125.
- Krausz, M. en J. Paroush (2002), Financial advising in the presence of conflict of interests, *Journal of Economics and Business*, vol. 54, pp. 55-71.
- List, J.A. (2003), Does market experience eliminate market anomalies?, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, pp. 41-71.
- Lo, A.W. en D.V. Repin (2002), The psychophysiology of real-time financial risk processing, *Journal of Cognitive Neuroscience*, vol. 14, pp. 323-339.
- Loewenstein, G. (2003), Emotions in economic theory and economic behavior, *American Economic Review*, vol. 90, pp. 426-432.
- Loonen, A.J.C.G.M. (2006), *Een kwestie van vertrouwen*, Dissertatie, Universiteit van Amsterdam; beschikbaar via: <http://dare.uva.nl/document/23606>.
- Millward Brown (2005), Yearly survey Dutch private investors, gedownload op 7 mei 2007 van: <http://www.millwardbrown.nl/default.aspx?pm=branches&id=10>.
- Odean, T. (1998), Are investors reluctant to realize their losses?, *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 1775-1798.
- Odean, T. (1999), Do investors trade too much?, *American Economic Review*, vol. 89, pp. 1279-1298.
- Ottaviani, M. (2000), The economics of advice, *Working Paper* beschikbaar via de website van de auteur: <http://www.kellogg.northwestern.edu/Faculty/ottaviani/homepage/>.
- Sera, A., T. Thumway en N. Stoffman (2010), Learning by trading, *Review of Financial Studies*, vol. 23, pp. 705-793.
- Shapira, Z. en I. Venezia (2001), Patterns of behavior of professionally managed and independent investors, *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, pp.1573-1587.
- Shefrin, H. en M. Statman (1985), The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence, *The Journal of Finance*, vol. 40, no. 3, pp.777-790.
- Wft, *Wet op het Financieel Toezicht*, gedownload op 3 mei 2007 van <http://www.minfin.nl/binaries/minfin/assets/pdf/dossiers/financi-le-markten/financieel-toezicht/stb10485.pdf>.
- Zhao, X. (2005), The role of brokers and financial advisors behind investments into load funds, *Working Paper* beschikbaar via SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=438700.

Noten

- 1 Hierbij moet wel worden aangetekend dat dit slechts een van de potentiële toegevoegde waarden van een beleggingsadviseur kan zijn.
- 2 Zelfstandig wordt hier gedefinieerd als beleggers die geen adviesrelatie met de bank hebben. Het onderscheid tussen geadviseerd en zelfstandig is niet eenduidig. Geadviseerde beleggers kunnen zelfstandig beslissingen nemen en zelfstandige beleggers kunnen elders advies inwinnen. Gemiddeld genomen durven we echter te stellen dat de geadviseerde beleggers in deze dataset meer invloed van een adviseur hebben ondergaan dan de niet-geadviseerde (zelfstandige) belegger.
- 3 *Buy and hold benchmarks* zijn portefeuilles die door de tijd heen uit dezelfde vermogenstitels bestaan.
- 4 In dit artikel wordt de mannelijke vorm bij adviseur gebruikt, uiteraard mag hier ook de vrouwelijke vorm worden gelezen.
- 5 *Expense ratio's* worden vaak weergegeven als *total expense ratio* (TER). Hierbij worden alle kosten van een beleggingsinstelling (zoals distributie- en beheerkosten) uitgedrukt in een percentage van het gemiddelde fondsvermogen. De gemiddelde expense ratio voor een in Nederland gevestigd beleggingsfonds is 1,4%.
- Indexfondsen daarentegen zijn veel goedkoper.
- 6 *Kick back fee* is de vergoeding van een beleggingsfondsenaanbieder aan een financieel adviseur of financiële instelling voor het aanbrenge van nieuw belegd vermogen.
- 7 Per 1 november 2007 is de zogenaamde MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) van de EU in de WFT opgenomen. De MiFID is specifiekere dan de WFT over wat er door de effecteninstelling moet worden vastgelegd. Zie MiFID-artikel 19:4:36-38.
- 8 *Execution only* houdt in dat de effectendienstverlener beleggers alleen in staat stelt om

transacties uit te voeren die via telefoon of internet worden doorgegeven. Hierbij wordt door de effecteninstelling geen beleggingsadvies aangeboden. Deze dienstverlening heeft dus betrekking op de groep zelfstandige beleggers in dit onderzoek.

9 Kifid staat voor Klachteninstituut Financiële Dienstverlening.

10 Het dispositie-effect dat door Shefrin en Statman (1985) op basis van inzichten uit de *prospect theory* (Kahneman en Tverski, 1979) en *mental accounting* werd verondersteld, houdt in dat beleggers bij voorkeur posities verkopen die op winst staan en verlieslatende posities in de portefeuille aanhouden. Zelfoverschatting (of *overconfidence*) houdt in dat agenten zichzelf ten onrechte als bovengemiddeld beoordelen in bepaalde taken of bij schattingen te nauwe betrouwbaarheidsintervallen aanhouden. Het *endowment-effect* (Kahneman et al., 1991) houdt in dat mensen zaken hoger waarderen in monetaire termen indien men die zelf in bezit heeft.

11 *Home bias* refereert aan het fenomeen dat beleggers in sterke mate beleggen in aandelen die genoteerd staan op de beurs van het eigen land.

12 Omzetsnelheid wordt gemeten door de som van de absolute waarde van alle koop- en verkooptransacties te delen op de portefeuillewaarde aan het begin van de maand.

13 Met deze constatering moeten we echter wel voorzichtig zijn, het is niet uitgesloten dat de groep geadviseerde beleggers zonder adviseur nog minder transacties zou hebben gedaan. In noot 28 wordt op dit probleem uitgebreider ingegaan.

14 Barber en Odean (2000) rapporteren een gemiddelde omzetsnelheid van 6% per maand. Dit betrof echter een groep van uitsluitend internetbeleggers.

15 Deze laatste cijfers blijken niet uit tabel 2, maar zijn gebleken uit nader onderzoek van de achterliggende data.

16 Kosten betreffen hier de transactiekosten en het jaarlijkse bewaarloon teruggerekend naar maandelijks bedragen. De jaarlijkse kosten van beleggingsfondsen worden niet apart meegenomen aangezien die al in de prijs van het fonds tot uitdrukking komen. Feitelijk wordt dus een deel van de kosten ook bij de berekening van de brutorendementen in mindering gebracht.

17 Hierbij wordt de portefeuille inclusief obligaties, beleggingsfondsen, opties en structured products in beschouwing genomen.

18 Hierbij worden uitsluitend portefeuilles met individuele aandelenstitels in beschouwing genomen.

Dit verkleint de populatie naar 6907 beleggers.

19 Elke individuele portefeuille wordt in deze aggregatie gelijk gewogen.

20 Een *long*-positie houdt in dat de portefeuille gekocht is, dat er dus wordt geprofiteerd als de portefeuille in waarde stijgt; een *short*-positie houdt in dat de portefeuille wordt verkocht, dan wordt er juist geprofiteerd als de portefeuille in waarde daalt. De *long-short* portefeuille geeft dan het verschil in beide portefeuilles aan.

21 R_{mt} is het rendement van de *MSCI Netherlands (Total Return) Index*, R_f is de risicovrije rente waarvoor de driemaands Euribor is gebruikt, SMB_t (HML_t) is het rendementsverschil tussen een Nederlandse *Small Cap (Value)* en *Large Cap (Growth)*-index.

22 Bepaald door het rendement berekend aan de hand van de *Iboxx 10 years Government Total Return Index* te verminderen met de driemaands Euribor.

23 Het gebruik van factormodellen om te corrigeren voor risico's is in de *finance* literatuur gemeengoed. Wel moet worden opgemerkt dat indien er een *excess* rendement wordt gevonden, dit zowel aan de portefeuille als aan het gebruikte factormodel kan liggen.

24 Hier zouden nog meer allocatiebeslissingen kunnen worden meegewogen, zoals sectorallocatie, obligatietype enzovoort. Onze indruk is dat die uitbreiding van de analyse de resultaten niet wezenlijk zou hebben beïnvloed, binnen de vermogenscategorieën komen we namelijk veelal dezelfde titelkeuzes tegen.

25 Op jaarbasis komt dit neer op ongeveer 3% rendementsverschil.

26 Op jaarbasis komt dit overeen met een rendementsverschil van 0,84%.

27 Uit deze percentages kan ook een indicatie omtrent de verschillen in kosten worden bepaald. Wat opvalt, is dat de verschillen tussen bruto- en nettorendementverschillen zeer klein zijn. Dit geeft aan dat geadviseerde portefeuilles gemiddeld genomen geen hogere kosten met zich meebrengen. Transacties via een adviseur zijn echter kostbaarder dan zelfstandige transacties. Het feit dat dit per saldo geen verschil oplevert, ligt aan de relatief geringe portefeuille- en transactieomvang van zelfstandige beleggers. De vaste kostencomponent die per transactie wordt berekend, compenseert dan het lagere variabele deel. Verder moet opgemerkt worden dat kosten die opgesloten zitten in beleggingsfondsen hierin niet worden meegenomen. Dit probleem speelt echter niet bij de

vergelijking van de individuele aandelenstitels, waarin beleggingsfondsen geen rol spelen.

28 De belangrijkste veronderstelling is dat er rekening is gehouden met *alle* verschillen tussen geadviseerde en zelfstandige beleggers die van invloed zijn op het rendement (geen *omitted variables bias*); dat er dus geen endogeniteitsprobleem is ten aanzien van de keuze voor een adviseur. Dit is een lastig probleem. We kunnen namelijk niet uitsluiten dat prestatieverschillen die tussen beide groepen worden gevonden niet het resultaat zijn van interventie van de adviseur, maar van niet-waarneembare verschillen tussen de beleggers. Dit probleem is eigenlijk alleen op te lossen door middel van een gerandomiseerd experiment. In een onderzoek van Hung en Young (2010) wordt een dergelijk experiment uitgevoerd. De belangrijkste conclusie is dat minder capabele beleggers advies inschakelen en dat advies een toegevoegde waarde heeft. Indien we dat resultaat op dit onderzoek betrekken en er vanuit gaan dat minder capabele beleggers eerder geneigd zijn een adviseur in te schakelen, dan is het feit dat er geen rendementsverschil wordt gevonden goed nieuws voor de adviseurspopulatie; zonder hun interventie zouden de beleggers waarschijnlijk een mindere prestatie hebben laten zien. Dit blijft echter speculatief.

29 Een *bull market* is een markt die gedurende een langer periode een opwaartse trend laat zien.

30 *Scapegoating* refereert aan het nut dat een adviseur heeft in het vermijden van spijt bij een belegger. Wordt er een verkeerde beleggingsbeslissing genomen, dan kan de schuld aan de adviseur worden gegeven. *Comforting* refereert aan het fenomeen dat veel beleggers zich prettiger voelen indien beslissingen met iemand worden overlegd.

31 Kleine portefeuilles doen er daarom goed aan uitsluitend in beleggingsfondsen te beleggen waarmee eenvoudig een goede spreiding kan worden verkregen. Daarnaast zijn zogenaamde indexfondsen een steeds populairder wordend alternatief voor actief beheerde fondsen. Indexfondsen volgen een index op een passieve manier en zijn daarmee kostentechnisch voordeliger.

32 We gebruiken de volgende indexen: *MSCI Netherlands Index* (aandelen Nederland), *MSCI World Index* (aandelen buitenland), *Iboxx 10 years Government Netherlands* (obligaties Nederland), *Citigroup Non Euro World Government Bond index* (obligaties buitenland) en de *AEX Real Estate Index* (vastgoed).

33 Ook wel niet-systematisch of diversifieerbaar risico genoemd.