

Adviseur of aap, wie wint?

Dan gaat het over beleggen en wordt er gelukkig eens niet aan je gevraagd wat je nu van de bitcoin of andere cryptocurrencies vindt, komt deze opmerking. "Al jaren verslaat een aap de AEX-index, dus wat is nu de meerwaarde van een adviseur?". Geef daar maar eens antwoord op. Zeker als je weet dat het inderdaad zo is dat de rendementen van die aap (eigenlijk is het een gorilla) de afgelopen achttien jaren beter zijn geweest. Hoe kan dat nou? Maar is het wel correct dat een aap beter kan beleggen dan een adviseur die er zijn vak van heeft gemaakt, of missen we iets?



Jacko de beursgorilla

Een vermogensbeheerder van de financiële website BeursGorilla.nl startte in 2000 een experiment met een knipoog. In januari van dat jaar kreeg Jacko (een gorilla die momenteel verblijft in Artis) 75 bananen. Elk van deze bananen correspondeert met een aandeel van een beursgenoteerde onderneming. Van de bedrijven die correspondeerden met de eerste tien bananen die Jacko opat werden aandelen gekocht.

Sindsdien wordt de aandelenportefeuille elke maand aangepast, door een computerprogramma, dat Jacko's gedrag imiteert. Centrale aanname hierbij is de willekeurige keuze van de aandelen, omdat er geen informatie van het onderliggende aandeel in de banana tot uitdrukking komt.

Elke maand wordt een willekeurig aandeel uit zijn portefeuille voor een nieuw aandeel verwisselt voor één aandeel van de Amsterdamse indices. Ook dit aan te kopen aandeel wordt op basis van pure willekeur geselecteerd.

In 2010 presteerde Jacko voor het elfde achtereenvolgende jaar beter dan de AEX-index. In 2011 verloor Jacko voor het eerst van de AEX-index. In de periode 2000 t/m 2017 (achttien jaar) behaalt de portefeuille van Jacko veertien keer een hoger rendement dan de AEX-index! In de jaren 2011, 2014, 2015 en 2016 is het rendement van de AEX-index hoger. Als je dit zo leest denk je wellicht; ik gooi de AEX-index overboord en koop voortaan, net als Jacko, compleet willekeurig tien aandelen en wissel er één per maand. Dat kan, maar dat gaat mij te snel.

De aandelen die Jacko op het moment van schrijven in zijn portefeuille heeft zijn: ABN Amro, Acomo, Boskalis, PostNL, IMCD, Corbion, KPN, Aalberts, BAM en ING. Een korte blik op deze

De aan te kopen aandelen worden op basis van pure willekeur geselecteerd

aandelen geeft al aan dat er aandelen bij zitten die niet in de AEX-index zitten maar in de Midcap Index en AScX-fondsen. Dit geeft eigenlijk al direct aan dat de portefeuille van Jacko niet met de AEX-index vergeleken dient te worden maar met een index die voor 1/3 bestaat uit de AEX-index, 1/3 de AMX-index (Amsterdam Midkap Index) en 1/3 uit de AScX-index (Amsterdam Small Cap Index).

En dat zou ook een beter vergelijk zijn. Immers Jacko kiest zijn aandelen uit 75 aandelen die bij elkaar de aandelen zijn uit de zojuist genoemde indexen. Als ik de rendementen van Jacko wil vergelijken dan moet ik niet de AEX-index nemen maar een index met die drie indexen. Dus dat is de eerste opdracht die ik me opdraag. Wat is het rendement van die samengestelde index geweest?

Eén stapje verder

Een analyse van de rendementen van Jacko en de samengestelde index anderzijds, wijst wederom Jacko als winnaar aan (zie onderstaande tabel). Wat opvalt is dat Jacko weliswaar meerdere jaren de samengestelde index verslaat maar de Midcap-index het net wat beter doet in de periode 2000-2017 dan Jacko. Als Jacko (dan wel het computerprogramma dat Jacko's gedrag imiteert) relatief veel 'bananen' kiest uit de Midcap-index en deze ook lang aanhoudt dan zou je daarmee een deel kunnen verklaren waarom de rendementen zo uit elkaar lopen. Eerste conclusie die gesteld kan worden - en die we eigenlijk al getrokken hadden - is dat een vergelijk van de rendementen van alleen de AEX-index met die van Jacko mank gaat.

Het is interessant dat de rendementen van Jacko, maar ook de diverse indexen en de gecombineerde index, aanzienlijk van elkaar verschillen. De AEX-index staat met een rendement van bijna -18% over de periode 2000-2017 in schril contrast met de Midcap-index die over diezelfde periode bijna 161% noteert! Maar ook de AScX, de index met de 50-75 grootste bedrijven van Nederland laat in de periode 2000-2017 een betrekkelijk laag rendement zien van 34%.

Je zou snel bezien kunnen stellen dat de rendementen van de portefeuille van Jacko te vergelijken zijn met de rendementen van de Midcap-index. Maar de Midcap bestaat uit 25 aandelen tegenover Jacko die 10 aandelen in portefeuille aanhoudt. Dus ja en nee. Zijn we hier appels met peren, of in dit geval appels met bananen aan het vergelijken? Later meer over een 'eerlijk' vergelijk tussen Jacko en de indexen.

Strategie / index	Rendement 2000-2017
Jacko	146,44%
AEX-index	-17,67%
Midcap-index	161,12%
AScX-index	34,14%
Gecombineerde index	19,92%

Rendement versus risico

Begin 2006 onderzochten beleggingsexperts van IRIS research en *Het Financieele Dagblad* de resultaten van Jacko. Het willekeurige karakter van het gedrag van Jacko werd in twijfel getrokken door deze experts. Jacko zou bepaalde aandelen veel langer in zijn portefeuille houden dan op basis van een kansverdeling aannemelijk geacht kan worden. Ik kan dat zo niet beoordelen. Het zou impliceren dat er niet willekeurig maandelijks ge-switcht wordt. Maar in mijn optiek maakt dat

Zijn we hier appels met peren, of in dit geval appels met bananen aan het vergelijken?

geen verschil. Ook werd gesteld dat het risicoprofiel van de door Jacko gekozen aandelen veel hoger zou zijn dan die van de AEX-index en juist lager dan het voor dit hogere risico gecorrigeerde rendement. Het rendement zou vertekend zijn, omdat er geen transactiekosten in rekening zijn gebracht. Hoewel Jacko uit zijn portefeuille slechts één keer per maand een fonds wisselt, zijn daar kosten aan verbonden en is het eigenlijke rendement derhalve iets lager. Deze laatste opmerkingen ga ik analyseren.

Aangevoerde redenen zijn zeker evident, maar in mijn optiek wordt er één (of zelfs meerdere) belangrijk(e) element(en) vergeten. Niet onbelangrijk; Jacko heeft 10 aandelen tegenover de indexen die elk 25 aandelen hebben. Dat is een verschil. Zeker als er procentueel veel aandelen uit de AMX-index bijzitten, welke lang in portefeuille blijven.

Maar veel belangrijker is dat het *dividendrendement* niet wordt meegenomen in de vergelijking. Het jaarlijkse dividendrendement in de AEX-index is ongeveer 3,75% geweest in de periode 2000-2017. Ik snap niet dat het dividendrendement niet wordt genoemd door deze experts. Stel je neemt een jaarlijks dividendrendement van 3,75%, dan is het resultaat van de AEX-index over 2000-2017 niet -17,67% maar 'ineens' 57,73%. Zo zie je dat dividend toch een aanzienlijk verschil kan maken over een dergelijke lange periode. Hetzelfde geldt voor de andere indexen. Maar los van bovenstaande. Wat maakt het uit?! Het rendement is hoger van Jacko...dus waar hebben we het over?

Wil het correcte rendement en risico opstaan?

Klopt de bewering dat het risico hoger is van Jacko tegenover de AEX-index, andere indexen en of combinatie daarvan? Onderstaand een overzicht van de jaarlijkse rendementen van de indexen en Jacko.

Als we het risico willen beoordelen neem ik in dit geval de beweeglijkheid (volatiliteit) op jaarbasis over de periode 2000-2017 van elk van de indexen

Jaar	Jacko	AEX	Midcap	AScX	gecombineerd
2000	35,60%	-5,10%	-18,26%	10,66%	-4,23%
2001	-13,90%	-20,50%	-11,17%	-51,94%	-27,87%
2002	-17,60%	-36,30%	-40,22%	-32,87%	-36,46%
2003	7,70%	4,60%	45,30%	6,25%	18,72%
2004	26,10%	3,10%	12,52%	38,61%	18,07%
2005	40,80%	26,00%	29,43%	24,69%	26,71%
2006	27,90%	13,40%	25,78%	31,73%	23,64%
2007	5,40%	4,10%	8,75%	-4,86%	2,66%
2008	-47,90%	-52,20%	-46,49%	-52,58%	-50,42%
2009	67,60%	36,00%	35,48%	44,82%	38,77%
2010	10,08%	5,74%	24,94%	11,04%	13,91%
2011	-44,74%	-11,87%	-15,60%	-24,34%	-17,27%
2012	12,82%	9,68%	28,15%	7,00%	14,94%
2013	39,86%	17,24%	36,77%	25,87%	26,63%
2014	-7,53%	5,64%	2,32%	15,51%	7,82%
2015	3,44%	4,09%	22,91%	33,18%	20,06%
2016	-1,98%	10,62%	2,14%	4,24%	5,66%
2017	26,46%	12,71%	20,76%	31,02%	21,50%

Alleen risico zegt niks, net zoals rendement ook eigenlijk niets zegt

(zie onderstaande tabel) om het risico te vergelijken. Het risico (beweeglijkheid) van de portefeuille van Jacko is het hoogste.

	Volatility (beweeglijkheid)
Jacko	28,74%
AEX	20,46%
Midcap	25,61%
AScX	28,69%
Gecombineerd	23,48%

Maar risico alleen zegt niks, net zoals alleen rendement ook eigenlijk niks zegt. Het is de combinatie van risico en rendement die ervoor zorgt dat we een uitspraak kunnen doen of de ene strategie/index beter presteert dan de andere. Het voor het risico gecorrigeerde rendement zou dan duidelijkheid kunnen geven of Jacko echt risicovoller is dan beleggen in de indexen!



	Rekenkundig rendement	Meetkundig rendement
Jacko	9,45%	5,32%
AEX	1,50%	-0,60%
Midcap	9,08%	5,81%
AScX	6,56%	2,44%
Gecombineerd	5,71%	2,96%

In bovenstaande tabel heb ik voor Jacko en elk van de indexen (ook gecombineerde index) eerst het gemiddelde jaarlijkse rendement berekend over de periode 2000-2017 (rekenkundig rendement). Vervolgens heb ik dit gemiddelde jaarlijkse rendement gecorrigeerd voor het risico van de portefeuille en kom ik tot een voor risico gecorrigeerd rendement (meetkundig rendement). En helaas voor de heren geleerden. Jacko wint.....alweer! Met een meetkundig rendement van 5,32% is de wijze van beleggen van Jacko te prefereren boven die van indexbeleggen. Of toch niet?

Dividend!

Dividend, dat had ik reeds eerder genoemd. Jacko heeft ook aandelen in zijn portefeuille die dividend betalen. Maar wacht eens. In het getoonde rendement van Jacko worden de ontvangen dividenden meegenomen in het rendement en bij de indexen is dat niet het geval. De AEX-index, AMX- en AScX-indexen zijn 'netto' indexen, waarbij het dividend niet wordt meegenomen. Als een aandeel dividend uitkeert, gaat dat aandeel ex-dividend en gaat de koers van dat aandeel met de waarde ter grootte van dat dividend omlaag. Als je zo'n aandeel in je portefeuille hebt, dan ontvang je dat dividend gewoon en kan je het herbeleggen (indien het cash-dividend betreft). Je mist het dividendrendement als je puur en alleen naar de indexen kijkt. Het dividend kan een aanzienlijk verschil maken. We gaan het zien wat het betekent voor onze zoektocht.



Okay, wat als ik 2,5% dividendrendement neem voor alle indexen. Ik zal het wat voorzichtig inschatten. Behalve voor Jacko, die heeft namelijk een rendement inclusief de ontvangen dividenden. Het overzicht ziet er dan ineens geheel anders uit.

	Rekenkundig rendement	Meetkundig rendement
Jacko	9,45%	5,32%
AEX	4,00%	1,90%
Midcap	11,58%	8,31%
AScX	9,06%	4,94%
Gecombineerd	8,21%	5,46%

Zover ik het kan analyseren en bovenstaande uitgangspunten hanteer, is het verschil ineens weg. De prestatie van Jacko is nu vergelijkbaar met de gecombineerde index. Gelukkig, dit zal een opluchting zijn voor adviseurs, indexbeleggers en vermogensbeheerders!

Waar staan we nu?

Het lek is boven! Jacko kan gezien worden als een indexbelegger die daarnaast maandelijks een van de tien in portefeuille aanwezige aandelen willekeurig vervangt voor een ander aandeel. De maandelijke switch levert geen meerwaarde qua rendement op ten opzichte van de indexen die redelijk ongewijzigd blijven over de jaren heen. Zoals geanalyseerd belegt Jacko vergelijkbaar met de gecombineerde index. Dus Jacko is nu gezien een goede indexbelegger gebleken, waarbij geconcludeerd kan worden dat met een combinatie van de drie indexen (1/3 AEX-index, 1/3 AMX-index en 1/3 AScX-index) er een beter rendement te behalen is (ook na correctie van het risico) dan alleen maar in de AEX-index. En juist in de AEX-index wordt veelal belegd door vermogensbeheerders en adviseurs. Helaas worden die andere twee indexen veelal gelaten voor wat ze zijn. Onterecht dus!



Lodewijk van Meel
Directeur Post Vermogens-
beheer

Jacko maakt zijn beslissingen voor aankoop (maandelijke switch) op pure willekeur. Puur willekeurig actief wijzigingen aanbrengen in de portefeuille levert geen meerwaarde op voor beleggers. Een passieve belegging in de drie indexen waarbij de dividenden worden herbelegd zal zelfs een iets hoger - voor risico gecorrigeerd - rendement geven. Als we vervolgens kijken naar het concentratierisico dan is dat voor Jacko aanzienlijk hoger dan de gecombineerde index. Zo bezien zou ik mijn geld niet aan Jacko geven, maar zelf een combinatie maken van de indexen, net als Jacko en deze combinatie aanhouden. Het broodje aap kan voor mij de kast in en u heeft voortaan een onderbouwd antwoord op deze opmerking. Voor meer informatie over beursgorilla Jack en de cijfers verwijs ik naar de website van de beursgorilla.

Afsluitend

BeursGorilla Jacko, of beter gezegd het experiment van de vermogensbeheerder van de financiële website, heeft mij getriggerd. Het laat duidelijk zien dat je niet 1,2,3 kunt blindvaren op gegeven rendementen en daarop een standpunt inneemt. Het laat zien dat de vergelijkingsindex - die wordt gepresenteerd als representatief - voor de gevoerde strategie, in dit geval een AEX-index tegenover Jacko, volledig mank gaat en dat derhalve de vergelijkingsindex zeer zorgvuldig gekozen dient te geschieden. Ook toont het aan dat je het risico mee moet nemen in een vergelijking. Ik heb hier vaker over geschreven in dit blad. Helaas worden er te gemakkelijk door veel vergelijkers en websites portefeuilles van vermogensbeheerders onderling met elkaar vergeleken simpelweg, omdat er bijvoorbeeld de benaming *Neutraal* aan een portefeuille wordt gegeven. Wil je echt goed kunnen vergelijken, dan dien je dat goed te doen. Anders kun je kostbare fouten maken en doe je de klant tekort. Ik beantwoord meer dan graag vragen die u heeft naar aanleiding van dit artikel.