

Wetenschappelijk beleggen

De laatste jaren is er veel discussie over in welke beleggingsfondsen het best belegd kan worden: 'actief beheerde fondsen' of 'passief beheerde fondsen'. Actief beleggen betekent dat de fondsmanager zal proberen zijn benchmark, vaak een index, te verslaan door actief posities in te nemen die afwijken van die benchmark. Hij rekent daarbij een relatief hoge beheerprovisie. Passief beleggen betekent dat de fondsmanager zal proberen zijn benchmark (index) niet te verslaan, maar zo goed mogelijk te volgen door posities in te nemen die gelijk zijn aan die benchmark. Hij rekent daarbij een relatief lage beheerprovisie.

Er is nog een derde vorm: 'wetenschappelijk beleggen', ook wel eens factorbeleggen genoemd. Dit artikel bespreekt het wetenschappelijk beleggen en laat de voorname verschillen zien tussen actief, passief en wetenschappelijk beleggen in aandelen.

Wat is wetenschappelijk beleggen?

Wetenschappelijk beleggen is het gebruikmaken van de beste ideeën uit de financiële beleggingswetenschap in het beleggingsbeleid. De beleggingswetenschap is een relatief jonge wetenschap. Pas een kleine honderd jaar zijn goede data bekend en beschikbaar over aandelenbeleggingen. En dan met name over de Amerikaanse beurs. Goede Europese data over aandelenbeleggingen zijn beschikbaar over de laatste 50 jaar. Vandaar dat deze tak van wetenschap nog vol in beweging is. In dit artikel zal een aantal belangrijke, overtuigende onderzoeksresultaten worden besproken.

Aandelenmarkten zijn efficiënt

Wetenschappelijk onderzoek heeft aangetoond hoe moeilijk het is om economische omstandigheden juist te voorspellen en om foutief geprijsde aandelen te vinden. Decennialang onderzoek heeft aangetoond dat in het algemeen aandelen eerlijk zijn geprijsd in liquide en concurrerende markten. Bij markten met minder liquiditeit, zoals aandelen van micro caps en small caps, houdt deze stelling iets minder stand; een hoger percentage fondsbeheerders weet in die markten wel waarde toe te voegen. Al in 1966 publiceerde Eugene Fama, een Amerikaans econoom, over het gedrag van aandelenkoersen. Hij promoveerde aan de Universiteit van Chicago op de stelling dat aandelenkoersen onvoorspelbaar zijn en een willekeurig patroon volgen: de efficiëntemarkthypothese. In 2013 ontving Fama de Nobelprijs voor Economie.

Aandelenmarkten integreren de gecombineerde kennis van alle marktparticipanten. Onderstaand plaatje illustreert dit op een mooie manier. Is het werkelijk zo dat een aandelenfundmanager een aandelenkoers beter kan voorspellen dan de rest van de marktparticipanten?



- Range : 409 - 5.365
- Gemiddeld : 1.653
- Wekelijks: 1.670

Bron: Dimensional Fund Advisors.
Resultaat audited.

- Aan deelnemers werd gevraagd hoeveel bonen er in de pot zitten.
- Het gemiddelde zat heel dicht bij het werkelijke aantal: samen weten we meer dan één persoon.
- Ook aandelen worden geprijsd op basis van schattingen van heel veel deelnemers.

Een index of benchmark outperformen blijkt zeer moeilijk

Dit onderzoeksresultaat is voor een groot deel het gevolg van voorgaand resultaat. De efficiënte werking van aandelenbeurzen werkt in het nadeel van fondsmanagers die de markt slimmer af proberen te zijn door middel van marktspeculatie, markt-timing of aandelenselectie. In onderstaand plaatje zijn de conclusies opgenomen van een onderzoek dat is uitgevoerd naar Amerikaanse beleggingsfondsen in de periode 2002-2016. Terwijl na verloop van tijd ongeveer de helft van de aandelenfondsen verdwijnen, veelal door onderperformance, blijkt dat slechts 17% van de fondsen waarde weet toe te voegen. Deze 17% behaalt dus over een langere periode een beleggingsresultaat dat hoger is dan de gekozen index. Overigens blijkt dit onderzoeksresultaat even goed toepasbaar op vastrentende fondsen.

Resultaten van de Amerikaanse beleggingsfondsen, 2002-2016

Aandelen	2.587 bij aanvang
	48% 1.253 Overlevenden
	17% 451 Winnaars
Obligaties	958 bij aanvang
	57% 547 Overlevenden
	18% 174 Winnaars



Slechts 17% van de fondsen houdt het hoofd boven water.

Bron: Dimensional Fund Advisors

Deze resultaten zullen bij velen niet heel verrassend zijn. Al jaren lezen we dat actief beheerde fondsen het telkens afleggen tegen hun index. Wat echter veel beleggers en fondsenselecteurs niet weten is dat beleggingsfondsen die in het verleden goed presteerden in de jaren daarna veelal slecht presteren. Doorgaans worden fondsen geselecteerd op basis van in het verleden behaalde rendementen. Amerikaans onderzoek laat zien dat slechts 23% van de aandelenfondsen die de afgelopen vijf jaar goed presteerden het daaropvolgende jaar ook goed presteren. Duidelijk een geval van 'in het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst'.

Uit bovengenoemde onderzoeken kan geconcludeerd worden dat:

- Actief beheerde beleggingsfondsen in het algemeen geen waarde toevoegen.
- Goed presterende aandelenfondsen in de meeste gevallen later slechter presteren.

Spreiding is essentieel

Door de beleggingen te spreiden over zeer veel aandelen uit veel landen, regio's en sectoren wordt het totale risico van het fonds verminderd: het reduceert de risico's dat teveel wordt belegd in slecht presterende aandelen en het reduceert het risico dat niet wordt geprofiteerd van goed presterende aandelen. Meer spreiding leidt tevens tot een stabielere waardeverloop. En een stabielere waardeverloop leidt weer tot een hoger rendement. Onderstaande tabel laat dit mooi zien. Portefeuille 1 belegt bijvoorbeeld in één aandeel. Dit aandeel presteert in jaar 1 erg goed (+50%), veel beter dan een breed gespreide portefeuille 2 (+10%). In jaar 2 blijkt echter dat het tij is gekeerd: het ene aandeel presteert veel slechter (-50%) dan de breed gespreide portefeuille (-10%). Wat blijkt: het rendement van portefeuille 1 is -13,4% per jaar, van portefeuille 2 is dit -0,5%. Overigens maakt de volgorde niets

Aandelenmarkten integreren de gecombineerde kennis van alle marktparticipanten

Statwaarde portefeuilles € 100.000	Rendement Jaar 1	Rendement Jaar 2	Gemiddeld Rendement	Samengesteld Rendement	Waarde Einde jaar 2
Portefeuille 1 Zeer geconcentreerd	50%	-50%	0%	-13,4%	€ 75.000
Portefeuille 2 Goed gespreid	10%	-10%	0%	-0,5%	€ 99.000

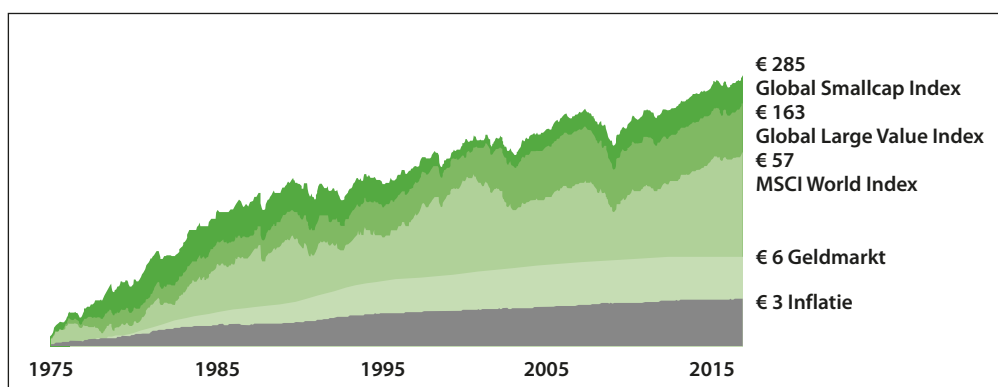
uit; het rendement blijft hetzelfde als in jaar 1 verliezen worden geleden en in jaar 2 winst. Bijkomend voordeel is dat beleggers minder schrikken indien het waardeverloop van de portefeuille stabiel is.

Beleg in dimensies van de aandelenmarkt met een hoger verwacht rendement

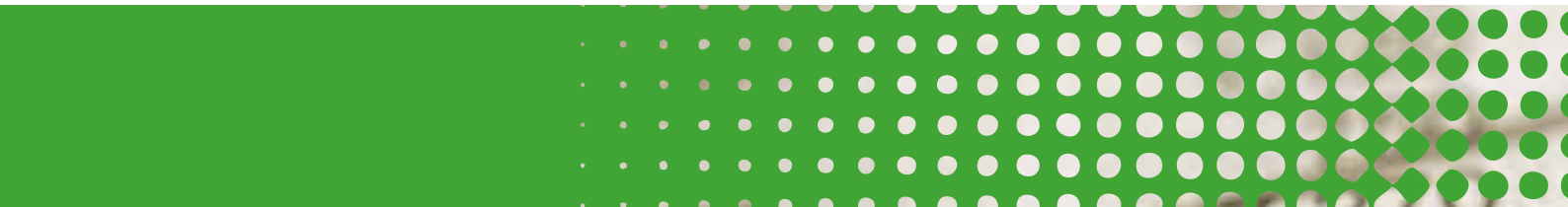
Nadat meerdere wetenschappers hadden aangetoond dat op de lange termijn aandelen duidelijk beter presteren dan andere beleggingen, heeft Eugene Fama samen met Kenneth French aange-

toond dat bepaalde segmenten in de aandelenmarkt een hoger verwacht rendement hebben dan de totale aandelenmarkt gemiddeld. Begin jaren negentig schreven zij in een baanbrekende paper dat zogenaamde small caps (kleinere beursgenoteerde ondernemingen) en value stocks (waardeaandelen) op langere termijn een beter rendement bieden dan de gemiddelde totale markt.

Onderstaande grafiek laat de opbrengst zien in 2016 van € 1 belegd in 1975. Een belegging in de geldmarkt (variabele spaarrente) zou in die periode zijn opgelopen tot € 6. Beduidend hoger dan



Bron: Dimensional Fund Advisors



een 'belegging' in inflatie. Dit illustreert maar weer eens dat we de laatste jaren in een kunstmatige, rare rente-omgeving zitten, waarin de variabele spaarrente duidelijk lager is dan de inflatie.

Dat aandelen op langere termijn meer opleveren dan een spaarrekening zal een ieder bekend zijn. Het gemiddelde rendement op het geïnvesteerd eigen vermogen van een beursgenoteerde onderneming is hoger dan het gemiddelde rendement van een vastrentende belegging. Een belegging van € 1 in wereldwijde aandelen groeide in bovenstaand voorbeeld in 40 jaar aan tot € 57. Overigens is het sinds 1930 niet meer voorgekomen dat een belegging in een brede aandelenmarkt na meer dan zes jaar verlies opleverde; oftewel, indien een belegger in aandelen een uiterst beroerd instapmoment had, zou deze na zes jaar altijd weer in de plus hebben gestaan. Mits belegd in een zeer brede aandelenportefeuille.

Wat minder mensen weten is dat een belegging in waarde aandelen (value, € 163) en met name in aandelen van kleinere ondernemingen (small caps, € 285) significant meer rendeert dan het gemiddelde van wereldwijde aandelen. Overigens gelden vergelijkbare uitkomsten voor regionale markten. Wanneer we de Amerikaanse markt vanaf 1928 analyseren, was het rendement van de brede aandelenmarkt 9,7% per jaar, terwijl het rendement van waarde aandelen 11,3% per jaar en het rendement van aandelen van kleinere ondernemingen 12,2% per jaar was. Waarde aandelen worden gedefinieerd als aandelen met een relatief hoge boekwaarde van het eigen vermogen vergeleken de marktwaarde van de onderneming.

In 2012 toonden Fama en French samen met Robert Novy-Marx wetenschappelijk aan dat naast value en small caps ook de winstgevendheid (profitability) van een onderneming van invloed is op

het verwachte rendement van een aandeel. Naarmate een onderneming meer winstgevend is, zal het verwachte rendement van het aandeel hoger zijn.

Uit bovengenoemde onderzoeken kan geconcludeerd worden dat:

- Op langere termijn een belegging in een breed gespreide aandelenportefeuille veel beter rendeert dan een belegging in vastrentende waarden.
- Dat binnen de aandelenportefeuille accenten dienen te worden gelegd op dimensies met een hoger verwacht rendement: waarde aandelen, aandelen van kleinere ondernemingen en aandelen van winstgevendende ondernemingen.

Lagere kosten zijn beter voor het rendement

Dit lijkt misschien een open deur, echter verschillende aspecten van dit onderwerp zijn bij veel beleggers onvoldoende bekend.

- a. Wetenschappelijk is aangetoond dat er heel weinig 'winnende' fondsen zijn met een hoge kostenstructuur. Hiervoor is aangegeven dat over een langere periode 17% van de actieve fondsen waarde toevoegt. Voor fondsen met relatief lage kosten is dit percentage 25 voor fondsen met relatief hoge kosten is dit percentage 9.
- b. Wetenschappelijk is aangetoond is aangetoond dat er heel weinig 'winnende' fondsen zijn waarbij er veel wordt gemuteerd door de fondsmanager (hoge turnover). Zo'n 27% van de actieve fondsen met een lage turnover weet waarde toe te voegen, terwijl slechts 11% van de fondsen met een hoge turnover waarde weet toe te voegen. Enerzijds zijn de hogere kosten een verklarende factor (zie punt a), anderzijds blijkt timing geen waarde toe te voegen (zie hierna).



	FTSE-100 Index	S&P 500 Index	Gemiddeld Rendement	MSCI EAFE Index
Eéndaags rendement na aankondiging (%)	0.3	3.2	3.4	3.4
Rendement tot werkelijke wijzigingsdatum (%)	4.7	3.8	4.5	4.5
Verval in rendement na wijzigingsdatum (%)	-2.4	-2.1	-2.1	-2.6

Bron: Dimensional Fund Advisors

c. Als je de kosten van een beleggingsfonds vergelijk, neem dan alle kosten mee die gepaard gaan met het maken van die belegging. Denk daarbij dus aan:

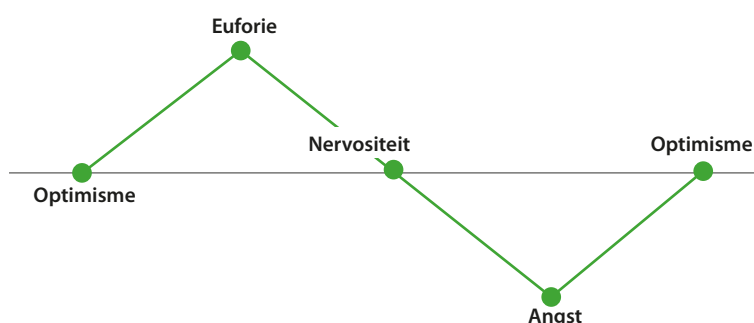
- Directe kosten van het beleggingsfonds, zoals management fee, overige vergoedingen zoals administratie, accountant, bewaarder, notering, dividendbelasting en transactiekosten die de fondsmanager maakt bij het muteren van de portefeuille. Deze laatste kosten zijn meestal onzichtbaar en hangen sterk samen met de turnover (zie b).
- Indirecte kosten van het beleggingsfonds. Bij sommige beleggingsfondsen wordt belegd in andere beleggingsfondsen. Deze fondsen hebben zelf ook een kostenstructuur. Ook deze kosten worden nogal eens niet vermeld door de beheerder.
- De kosten die u betaalt aan uw adviseur, vermogensbeheerder, platform, bank. Denk daarbij aan de aan- en verkoopkosten, bewaarloon, rekeningkosten, kosten van zogenaamde corporate actions (dividend, stock-split enz.), advieskosten, vermogensbeheerkosten, btw.
- Onzichtbare kosten door het klakkeloos reproduceren van een veel gevolgde index. Wetenschappelijk is aangetoond dat beter belegd kan worden in een breed gespreide aandelenportefeuille dan in een veel gevolgde index.

Voorbeeld: op de dag van aankondiging dat aandeel X wordt opgenomen in de S&P, stijgt aandeel X met 3,2%. Aandeel X stijgt verder met gemiddeld 3,8% tot de dag dat aandeel X daadwerkelijk onderdeel uitmaakt van de S&P. Eenmaal onderdeel van de S&P zakt aandeel X gemiddeld met 2,1%. Het tegenovergestelde gebeurt bij aandeel Y dat uit de S&P verdwijnt. Oftewel: elke keer dat er een wijziging plaatsvindt in een index, maakt een fonds dat die index klakkeloos volgt veel verborgen kosten: het koopt nieuwe aandelen in de index relatief hoog, en verkoopt aandelen relatief laag (buy high, sell low).

Het proberen te 'timen' leidt tot lagere beleggingsresultaten

Het is vooraf onbekend wanneer specifieke markten of aandelen het beter doen (zie hiervoor). Hoewel het juist 'timen' van belangrijke invloed kan zijn op het beleggingsresultaat, laat wetenschappelijk onderzoek echter zien dat een 'buy-and-hold' strategie tot betere beleggingsresultaten leidt. Dit heeft onder andere te maken met het feit dat beleggingsdiscipline geen natuurlijke eigenschap is van mensen. Veel beleggers volgen hun emotie. In tijden van paniek en angst verkopen veel beleggers; vaak is dat een koopmoment. In tijden van euforie kopen veel beleggers; vaak is dat een goed verkoopmoment.

Meer spreiding leidt tot een stabielere waardeverloop



Bron: Dimensional Fund Advisors

Wat kunnen we leren van de wetenschap? Wat zijn praktische handvatten?

De beleggingswetenschap bestaat nog niet zo heel erg lang. Er zijn niet veel Nobelprijzen gegeven aan beleggingswetenschappers, Eugene Fama is één van de weinigen. We kunnen bij de selectie van onze beleggingsfondsen hier wel gebruik van maken. Wetenschappelijke aandelenbeleggingsfondsen kunnen dus omschreven worden als fondsen die slechts en alleen gebruik maken van belangrijke bevindingen die wetenschappelijk zijn aangetoond. De volgende onderwerpen zijn praktische handvatten voor beleggers met een langere horizon die gebruik willen maken van hetgeen wetenschappelijk is aangetoond:

- beleg een groot deel van de portefeuille in aandelen;

- in aandelenbeleggingsfondsen die zeer breed gespreid beleggen;
- die niet actief worden beheerd;
- waarbij emotie en timing geen rol spelen;
- die niet een veel gebruikte index exact volgen;
- die relatief lage kosten en turnover hebben;
- die accenten leggen in de portefeuille op dimensies met een hoger verwacht rendement: value, smallcaps en profitability;
- die niet inzetten op een specifiek thema, sector, regio waarvoor timing belangrijk is;
- die de kunde hebben ontwikkeld wetenschappelijk aangetoonde bevindingen op een gestructureerde en efficiënte manier in te zetten in het beheer van het fonds.

Gelukkig bestaan er aandelenfondsen die goed scoren op al deze punten. Deze fondsen winnen ook aan populariteit. Al langere tijd hebben ze hun waarde bewezen.



Roland de Die is bij Post Vermogensbeheer betrokken bij Fundshare Post Helder. Aandelen Fund