

De prestaties van beleggingsfondsen 1989-'94

Welke beleggingsfondsen wisten het hoogste buitengewone rendement met het minste risico te behalen? In dit artikel worden de resultaten van de Life-index over de periode 1989-1994 gepresenteerd.

Beleggingsfondsen mogen zich al geruime tijd in een stijgende populariteit verheugen. Alle grote banken hebben tegenwoordig hun eigen huisfondsen. De enige uitzondering was tot voor kort de Rabobank, die haar klanten door middel van een strategische alliantie de mogelijkheid biedt om deel te nemen in de fondsen van de Robeco-groep. Zeer recent heeft de Rabobank echter ook haar eigen fondsen geïntroduceerd. Naast de grote bankfondsen bestaan er nog tal van kleinere, gespecialiseerde fondsen.

Beleggingsfondsen hebben verschillende schaalvoordelen: door de omvang zijn de transacties goedkoper, kan een betere spreiding van de beleggingen bereikt worden en is de benodigde kennis voor het beleggen voor een belangrijk deel een vaste-kostenpost. Belangrijk is dat beleggen fundamenteel verschilt van sparen. Bij de traditionele spaarrekening hoeft de potentiële klant alleen maar de geboden rentepercentages te vergelijken. Bij een beleggingsfonds is het te behalen rendement onzeker. Fondsen verschillen niet alleen in hun verwachte rendement maar tevens in hun risicoprofiel. Een fonds dat voornamelijk in kleine startende bedrijven met veel groeikansen investeert, is wellicht risicovoller dan een fonds dat hoofdzakelijk in grote multinationals belegt. Het is daarom van belang om de risico's en de prestaties van beleggingsfondsen te vergelijken.

Vorig jaar presenteerden we in dit blad de Life-index om rendement en risico van beleggingsfondsen te beoordelen. Dit jaar herhalen we deze prestatiemeting, en gaan we tevens in op de vraag in hoeverre de Life-index een voorspellende waarde heeft met betrekking tot toekomstige prestaties

van beleggingsfondsen. Ten slotte kijken we naar voorspelbaarheid van de rendementen van de beleggingsfondsen. We beschouwen de hypothese dat de toegevoegde waarde van een beleggingsfonds eruit bestaat dat de beheerders van deze fondsen op de juiste momenten in en uit de aandelenmarkt stappen. Vaak wordt verondersteld dat zij het beursklimaat kennen, en kunnen inschatten wanneer het beter is tijdelijk gedeeltelijk uit aandelen te gaan ten gunste van obligaties en andersom.

Methodie

Bij het beoordelen van een fonds kijken we noodzakelijkerwijs naar prestaties in het verleden. Tevens hebben we daarbij een ijkpunt nodig, waartegen we zowel het rendement als het risico van een bepaald fonds afzetten. Meestal wordt daartoe een marktindex gebruikt. Om gevoeligheid voor de keuze van de index te verminderen, en om niet bij voorbaat gespecialiseerde fondsen te benadelen, maken we gebruik van meerdere indices: aandelenindices voor Nederland, Europa, Noord-Amerika, en Oost-Azië. Hoewel we ons concentreren op fondsen die voornamelijk in aandelen beleggen, zal een deel van het vermogen toch regelmatig vastrentend zijn belegd. Om die reden nemen we ook een obligatie-index op.

We beoordelen fondsen op twee dimensies: (i) voor risico gecorrigeerd rendement, en (ii) spreiding van beleggingen. Wat betreft criterium (i): hoe hoger het rendement, des te beter het is. Aan de andere kant: hoe meer risico, hoe slechter. Het voor risico gecorrigeerde rendement meten we aan de hand van de constante term van de regressie

$$R_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^n \beta_{ij} X_{jt} + e_{it}$$

waarbij R_{it} het rendement van fonds i is in maand t minus de risicovrije rente r_f , en waarbij X_{jt} het rendement is op index j minus de risicovrije rente. Wanneer de verklarende variabelen slechts een enkele marktindex ($R^M - r_f$) bevat, staat hier niets anders dan de basisregressie voor het Capital Asset Pricing Model (CAPM). De constante term α_i in deze regressie is de Jensen-maatstaf voor abnormaal rendement¹. Een positieve alpha betekent dat een fonds een hoger rendement haalt dan op grond van de gevoeligheden voor de verschillende markten zou mogen worden verwacht. Aangezien we alleen in significant buitengewoon rendement geïnteresseerd zijn, kijken we naar de t -waarde van deze coëfficiënt.

Criterium (i) vat risico en rendement in één getal samen. Het Capital Asset Pricing Model voorspelt echter dat er in een efficiënte kapitaalmarkt geen systematisch buitengewone rendementen zijn te behalen. In dat geval zal geen enkel fonds significant beter presteren op basis van criterium (i). Een fonds dat over een lange periode gemiddeld meer rendement haalt, zal ook een hoger risico hebben. Zodra daar voor gecorrigeerd is, blijft er geen bijzondere prestatie over.

Criterium (ii) houdt specifiek rekening met het feit dat een individuele passieve belegger gewoonlijk slechts in één fonds belegt. Voor zo iemand is spreiding van belang. Hoe beter de beleggingen gespreid zijn over een groot aantal verschillende aandelen, des te minder heeft de portefeuille te leiden van het specifieke risico van een enkel aandeel. Gemiddeld over een groot aantal aandelen heffen bedrijfsspecifieke mee- en tegenvallers elkaar op, en blijft alleen het marktrisico over.

Diversificatie meten we aan de hand van het specifieke risico, dat

1. Zie W.F. Sharpe en G.J. Alexander, *Investments*, Prentice Hall, 1990, voor een uiteenzetting van de Jensen-maatstaf en de achtergronden van performance evaluatie. De methodologie voor meerdere 'benchmarks' wordt besproken in W.F. Sharpe, *Asset allocation: management style and performance measurement*, *Journal of Portfolio Management*, 1992.

dat wil zeggen de variantie van de storingsterm van vergelijking (1). Hoe belangrijker de storingsterm, des te slechter volgt het fonds de algemene ontwikkelingen in de verschillende markten. Beleggers in zo'n fonds lopen dan onnodig risico dat het fonds zou kunnen elimineren door beter te spreiden. We schalen de variantie van de storingsterm met de totale variantie van de rendementen van een beleggingsfonds. Op die manier kunnen we de R^2 van de regressie gebruiken. Een hoge R^2 betekent een relatief gering belang van de storingsterm. Hoe hoger de R^2 , des te beter volgt het fonds de marktindices.

Het wegen van beide criteria is een subjectieve keuze en hangt af van de

Tabel 1. Waarderingscijfers voor buitengewoon rendement en diversificatie

Waardering	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1
$t(\alpha)$	> 4	(3, 4]	(2, 3]	(1, 2]	(-1, 1]	(-2, -1]	(-3, -2]	≤ -3	--	--
R^2	(0,9, 1]	(0,8, 0,9]	(0,7, 0,8]	(0,6, 0,7]	(0,5, 0,6]	(0,4, 0,5]	(0,3, 0,4]	(0,2, 0,3]	(0,1, 0,2]	$\alpha \leq 0,1$

preferenties van een individuele belegger. Wie passief en behoudend is, geeft veel gewicht aan risicospreiding. Een wat agressievere belegger hecht meer waarde aan buitengewoon rendement. Bij de Life-index kennen we aan beide criteria een rapportcijfer toe, en berekenen we het gemiddelde (tabel 1).

Om een tien te halen voor criterium (i) moet de t-waarde van α_i bo-

ven de vier liggen. Geen enkel fonds slaagt erin zo overtuigend de markt te verslaan. Fondsen met een t-waarde tussen -1 en 1 doen precies wat men op basis van de theorie zou mogen verwachten. Dat is precies voldoende en daarom geven we die het cijfer zes. De R^2 hebben we ingedeeld in tien klassen, ieder met een klassebreedte van 0,1. De gekozen waarderingscijfers zijn subjectief, en alleen gekozen om de beide dimensies, buitengewoon rendement en diversificatie, in één getal te vangen.

Tabel 2. Life-index van aandelenfondsen, 1989-1994

Fondsnaam	α	$t(\alpha)$	R^2_{adj}	cijfer	rang
ABN-AMRO Aandelenfonds	0,25	1,2	0,81	8	7
ABN-AMRO America Fund	0,13	0,7	0,88	7,5	12
ABN-AMRO Netherlands Fund	0,40	2,7	0,89	8,5	3
ABN-AMRO Europe Fund	0,26	1,2	0,85	8	7
ABN-AMRO Far East Fund	0,55	1,6	0,84	8	7
Aegon Aandelenfonds	0,32	1,3	0,75	7,5	12
Algemeen Fondsenbezit	-0,15	0,6	0,73	7	21
Asia Pacific Growth Fund	0,28	0,5	0,62	6,5	29
Asian Tigers Fund	1,01	2,0	0,62	7,5	12
Colombia Securities	0,22	1,1	0,87	8	7
DP America Growth Fund	0,05	0,1	0,74	7	21
Environment Growth Fund	-1,14	2,9	0,53	7	21
EOE Index Fund	0,28	2,2	0,95	9	1
Equity & Law Beheer Nederland	0,03	0,3	0,76	7	21
Equity & Law Aandelen Nederland	0,08	0,4	0,82	7,5	12
Esmeralda	-0,10	0,4	0,80	7,5	12
Europe Growth Fund	-0,22	0,6	0,71	7	21
Far East Selection Fund	0,17	0,4	0,64	6,5	29
GOYA-Fund	-0,54	1,2	0,65	7	21
Groeigarant	-0,73	1,3	0,16	4,5	32
Holland Europe Fund	0,02	0,1	0,82	7,5	12
Holland Fund	0,22	1,2	0,81	8	7
Holland Pacific Fund	0,49	1,5	0,76	7,5	12
ING Bank Dutch Fund	0,58	3,6	0,87	9	1
ING Bank Global Fund	-0,13	0,4	0,74	7	21
Intereffect 500	-0,09	0,2	0,67	6,5	29
OBAM	0,47	2,6	0,85	8,5	3
Robeco	0,19	1,7	0,94	8,5	3
Rolinco	0,27	1,7	0,92	8,5	3
Tokyo Pacific Holdings	0,25	0,7	0,84	7,5	12
Trans Europe Fund	0,13	0,6	0,82	7,5	12
Transpacific Fund	0,05	0,1	0,77	7	21

Resultaten zijn gebaseerd op regressie (1). Afhankelijke variabele is het maandelijks rendement van een fonds in afwijking van de éénmaands AIBOR-rente; verklarende variabelen zijn rendementen op Nederlandse, Europese, Noord-Amerikaanse, en Pacific aandelenindices, alle in afwijking van de éénmaands AIBOR. De constante term α is Jensens maatstaf voor buitengewoon rendement, $t(\alpha)$ de t-waarde van α . R^2_{adj} is de aangepaste meervoudige correlatie coëfficiënt van regressie (1). Cijfers en rangorde zijn bepaald met de waarderingscijfers in tabel 1.

De gegevens

Voor dit onderzoek zijn op één na dezelfde 33 beursgenoteerde aandelenfondsen gebruikt als voor het vorige onderzoek. De uitzondering is het fonds *Pacific Dimension* dat in 1994 van opzet gewijzigd is en niet meer genoteerd is. De steekproefperiode voor de performance-evaluatie is november 1989 tot en met oktober 1994, ofte wel precies vijf jaar maandelijks rendementen. De gegevens zijn afkomstig van Datastream. De koersen van de fondsen zijn aangepast voor dividenduitkeringen om aldus het totale rendement te verkrijgen². Daarnaast zijn de reeksen gecorrigeerd voor eventuele splitsingen.

De relevante aandelenindices zijn de herbeleggingindices van Morgan Stanley. Het rendement van elk van

2. Voor een drietal hebben we een aanpassing van de rendementsgegevens doorgevoerd ten opzichte van ons onderzoek van vorig jaar. Dit zijn Tokyo Pacific Holdings, DP America Growth Fund, en Asia Pacific Growth Fund. De reden voor de verandering is dat de rendementsgegevens in Datastream gewijzigd waren. Daarnaast maken we voor Intereffect 500 geen gebruik van de waarnemingen februari en maart 1993, aangezien deze waarnemingen bestaan uit één zeer grote positieve en een even grote negatieve uitschieter. Weglaten van deze twee waarnemingen leidt tot een stijging van R^2 van 0,22 tot 0,67. Voor Equity & Law Beheer Nederland zijn de koersen handmatig verzameld, omdat Datastream voor heel 1994 een gelijke koers bevat.

Tabel 3. Rangcorrelatie tussen periode november 1988 - oktober 1991 en november 1991 - oktober 1994 voor verschillende performance maatstaven

Maatstaf	Correlatie	Significantie
Jensen's α	0,12	0,55
t-waarde α	0,36	0,08
R^2	0,54	0,01

Correlatie tussen de rangorde van een fonds in de eerste periode met de rangorde in de tweede periode. De derde kolom geeft het significantieniveau van de toets van de nulhypothese dat de rangcorrelatie gelijk is aan nul.

de aandelenindices is omgerekend in Nederlandse guldens. Voor Nederland is naast de Morgan Stanley-index ook gebruik gemaakt van de EOE-index. Als obligatie-index is de 'JP-Morgan total return index Nederland' gebruikt. De risicovrije rente is de één-maands AIBOR, getransformeerd naar maandbasis.

Voor elk fonds is regressie (1) geschat, eerst met alle indices in afwijking van de risicovrije rente, en vervolgens nadat alle variabelen met een t-waarde kleiner dan één zijn wegge laten. Als enige verdere restrictie is opgelegd dat nooit beide Nederlandse aandelenindices tegelijk worden opgenomen.

Resultaten

Tabel 2 vermeldt de resultaten. De eerste kolom geeft de naam van het fonds, de tweede kolom de waarde van alpha; vervolgens komt de t-waarde van alpha, daarna de R^2 . De laatste twee kolommen geven respectievelijk het waarderingscijfer en de plaats op de ranglijst. Vijf fondsen slaagden er in een significant positief buitengewoon rendement te behalen over de afgelopen vijf jaar: *EOE Index Fund*, *ABN-AMRO Netherlands Fund*, *ING Bank Dutch Fund*, *Obam*, en *Asian Tigers Fund*. Dit zijn dezelfde fondsen als vorig jaar, op nieuwkomer *EOE Index Fund* na. Opvallend is het goede presteren van nationaal georiënteerde fondsen. Het *EOE Index Fund* doet exact wat de naam al doet vermoeden, namelijk het volgen van de EOE-index. De Nederlandse aandelen-index (EOE-index) alleen verklaart 95% van de fluctuaties in het rendement van dit fonds. Het fonds deed zelfs meer dan volgen, getuige het positieve buitengewone rendement.

Het *Environment Growth Fund* scoort net als vorig jaar als enige een significant negatief buitengewoon rendement. Groen beleggen lijkt nog geen financieel aantrekkelijk perspectief. De nieuwe belastingvoordelen voor groen beleggen kunnen echter een groot verschil maken in de toekomst, en een belangrijke stimulering vormen voor de populariteit van dit soort fondsen. Bij onze berekeningen houden we immers geen rekening met dividend-belastingen.

Over het geheel genomen wordt er door de fondsen geen buitengewoon rendement behaald. Gemiddeld over alle 32 fondsen is α gelijk aan 0,11% per maand, met een standaarddeviatie van 0,68. Het gemiddelde verschilt daarmee niet significant van nul.

Een blijvend probleem bij prestatie-meting is de 'benchmark' waartegen de prestaties van alle fondsen afgezet worden. Gevoeligheid voor de keuze van een index hebben we getracht te minimaliseren door niet één index maar meerdere indices te gebruiken. Een totaal andere benchmark is de gemiddelde prestatie van alle fondsen. Op die manier vergelijken we fondsen direct met het gemiddelde van hun concurrenten in de bedrijfstak. Het buitengewone rendement volgt nu uit de constante term van de regressie

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i z_t + e_{it}$$

waarbij z_t het gemiddelde rendement van alle 32 fondsen is minus de risicovrije rente. De resultaten (hier niet vermeld) zijn vrijwel identiek aan die in tabel 2. Significant positief rendement vinden we voor dezelfde fondsen als in tabel 2, met uitzondering van *Asian Tigers Fund*, dat nog slechts een t-waarde van 1,6 heeft.

Persistentie

Hieronder onderzoeken we of de ranglijsten enige voorspellende waarde voor de toekomst hebben. Is het verstandig te beleggen in het fonds met het hoogste buitengewoon rendement? Is een goede diversificatie in het verleden een betrouwbare indicator voor blijvende goede diversificatie? Begint de race iedere periode weer opnieuw, met voor elk fonds gelijke kansen, of eindigen de winnaars van vroeger opnieuw voor in het peloton? Met andere woorden, hoe persistent zijn de verschillende prestatie-maatstaven?

Om de voorspellende waarde van de performance-maatstaven te onderzoeken, hebben we de totale steekproef in twee niet overlappende perioden van drie jaar gesplitst. De eerste periode loopt van november 1988 tot en met oktober 1991; de tweede periode van november 1991 tot en met oktober 1994. Voor beide deelperioden is het buitengewoon rendement α berekend, de t-waarde van α , en de R^2 van regressie (1). Voor elk van deze drie criteria is een ranglijst opgemaakt, waarna Spearman's rangcorrelatie is berekend.

Uit tabel 3 blijkt dat de rangorde van het buitengewoon rendement in de eerste periode niet significant gecorreleerd is met het buitengewoon rendement in de tweede periode. Fondsen die in de eerste periode hoog in een ranglijst op basis van de Jensen-maatstaf staan, zijn op willekeurige plaatsen in de ranglijst voor de tweede periode terug te vinden. De resultaten wijken licht af van Amerikaans onderzoek. Goetzmann en Ibbotson vinden bij voorbeeld dat fondsen die in een bepaalde periode beter presteren dan het gemiddelde fonds ook beter dan gemiddeld presteren in de volgende evaluatieperiode³. De t-waarde van α heeft iets meer voorspellende waarde. Fondsen die het significant beter (of slechter) doen dan de markt, hebben een redelijke kans het een volgende periode weer significant beter (of slechter) te doen. Meest stabiel over de twee perioden is de diversificatie-maatstaf R^2 . De twee ingrediënten voor de LIFE-index hebben dus meer voorspellende waarde dan de Jensen-maatstaf.

Het lijkt er op dat er over wat langere perioden bezien geen verband bestaat tussen abnormaal rendement, gedefinieerd als Jensen's alpha, in verschillende perioden. Op korte termijn is er volgens Amerikaans onderzoek echter wel degelijk voordeel te behalen voor actieve beleggers⁴. Voor een grote steekproef van Amerikaanse beleggingsfondsen vonden Hendricks,

3. W.N. Goetzmann and R.G. Ibbotson, Do Winners Repeat?, *Journal of Portfolio Management*, Winter 1994, blz. 9-18. De steekproef van Goetzmann en Ibbotson is veel omvangrijker (728 fondsen, 13 jaar) dan onze Nederlandse steekproef. Dit kan verklaren waarom de positieve correlatie voor Jensen's alpha in onze tabel 3 niet significant is, terwijl Goetzmann en Ibbotson wel statistisch significante resultaten vinden.

Patell en Zeckhauser dat fondsen die in een bepaald maand buitengewoon rendement haalden, gemiddeld genomen ook de komende drie kwartalen beter presteerden dan de markt. Rendementen uit het verleden zouden dus positief gecorreleerd zijn met toekomstige rendementen.

Om korte termijn voorspelbaarheid te onderzoeken hebben we vergelijking (1) uitgebreid met eerste orde autocorrelatie van het MA-type:⁵

$$R_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^n \beta_{ij} X_{jt} + \theta_i e_{i,t-1} + e_{it}$$

Een significant positieve waarde van θ_i duidt erop dat een fonds dat in een bepaalde maand beter presteert dan de markt, waarschijnlijk ook de volgende maand weer beter is, waarna het korte termijn effect verdwenen is. Voor elk fonds is de coëfficiënt θ_i geschat. Tabel 4 geeft een overzicht van de resultaten. Geheel tegengesteld aan de verwachting zijn de meeste geschatte coëfficiënten negatief (28 van de 32), en de meeste nog significant negatief ook (19 van de 32). Goede resultaten in één maand worden gewoonlijk gevolgd door slechte resultaten de maand erna.

Voor de gemiddelde prestatie heeft de negatieve autocorrelatie geen gevolgen. De waarde van α en de significantie ervan worden vrijwel niet aangetast.

Een mogelijke verklaring voor het autocorrelatie-patroon is dat beleggingsfondsen wellicht hun portefeuille-samenstelling baseren op technische analyse. Technische analyse houdt in dat toekomstige rendementen worden voorspeld op basis van historisch rendementen. Een eenvoudige en in de praktijk zeer populaire techniek is de zogenaamde moving-average-oscillator⁶. Bij deze techniek wordt ervan uitgegaan dat aankopen en verkoopsignalen zijn gebaseerd op de relatieve beweging van een kort en een lang voortschrijdend gemiddelde. In de praktijk komt het er op neer dat vermogensbeheerders de mix tussen aandelen en obligaties af en toe bijstellen. Op het moment dat een fonds sterk in aandelen is belegd, is het ook zeer gevoelig voor beursfluctuaties. Tegelijkertijd is ook het verwacht rendement hoger. In perioden dat een fonds relatief sterk in obligaties is belegd geldt het omgekeerde: lage marktgevoeligheid en laag rendement. Bij de prestatie-

Tabel 4. Voorspelbaarheid van Nederlandse beleggingsfondsen 1989-1994

Fondsnaam	Autocorrelatie			Autocorrelatie	
	θ	$t(\theta)$		θ	$t(\theta)$
ABN-AMRO Aandelenfonds	-0,43	4,0	Europe Growth Fund	0,00	0,0
ABN-AMRO America Fund	-0,18	1,6	Far East Selection Fund	-0,26	2,3
ABN-AMRO Netherlands Fund	-0,34	3,0	GOYA Fund	-0,23	2,0
ABN-AMRO Europe Fund	-0,76	9,3	Groeigarant	0,06	0,4
ABN-AMRO Far East Fund	-0,06	0,5	Holland Europe Fund	-0,41	2,6
Aegon Aandelenfonds	-0,01	0,1	Holland Fund	-0,03	0,3
Algemeen Fondsenbezit	-0,27	2,4	Holland Pacific Fund	-0,45	4,3
Asia Pacific Growth Fund	-0,10	0,9	ING Bank Dutch Fund	-0,27	2,3
Asian Tigers Fund	0,06	0,5	ING Bank Global Fund	-0,44	3,0
Colombia Securities	-0,42	3,9	Intereffect 500	0,13	1,1
DP America Growth Fund	-0,05	0,4	OBAM	-0,35	3,0
Environment Growth Fund	-0,34	2,3	Robeco	-0,33	2,8
EOE Index Fund	-0,26	2,4	Rolinco	-0,22	1,8
Equity & Law Beheer Nederland	-0,28	2,2	Tokyo Pacific Holdings	-0,15	1,3
Equity & Law Aandelen Nederland	0,09	0,7	Trans Europe Fund	-0,40	3,7
Esmeralda	-0,96	34,0	Transpacific Fund	-0,28	2,8

Resultaten in de kolommen "Autocorrelatie" zijn gebaseerd op regressie (2). Afhankelijke variabele is het maandelijks rendement van een fonds in afwijking van de éénmaand AIBOR-rente; verklarende variabelen zijn rendementen op Nederlandse, Europese, Noord-Amerikaanse, en Pacific aandelenindices, alle in afwijking van de éénmaands AIBOR. θ is de autocorrelatie parameter, $t(\theta)$ de t-waarde van θ . Parameters zijn geschat volgens de methode van kleinste kwadraten met behulp van het pakket Micro-TSP.

ting schatten we de gemiddelde marktgevoeligheid.

We hebben deze strategie gesimuleerd met dagelijkse rendementen voor de Amerikaanse markt. Bij de simulaties hebben we een kunstmatig fonds opgezet, dat of geheel in de marktindex belegd, of geheel in risicovrije obligaties. Wanneer we regressie (1) schatten voor ons eigen kunstmatige fonds, vinden we net als voor onze steekproef van Nederlandse fondsen een sterke negatieve autocorrelatie in de residuen.

Dit mogelijke gedrag van fondsbeheerders heeft echter nauwelijks waarde voor de individuele belegger. Aangezien Jensens alpha niet positief is, wordt er nauwelijks abnormaal rendement mee gecreëerd. Gebruik maken van de voorspelbaarheid van het specifieke risico vereist ook nog zeer actief beleid van de individuele belegger door regelmatig van fonds te wisselen. En dat is nu net niet de reden waarom individuele beleggers voor beleggingsfondsen kiezen. Een belegger hoopt juist dat het specifieke risico zo klein mogelijk is.

Conclusie

In dit artikel hebben we voor het tweede jaar de prestaties van Nederlandse beleggingsfondsen onder de

loep genomen. De meeste Nederlandse beleggingsfondsen zijn niet in staat statistische significant buitengewoon rendement te behalen. Ook blijkt dat buitengewoon rendement in de periode 1988-1990 nauwelijks voorspellende waarde heeft omtrent het buitengewone rendement over de periode 1991-1994. Juist om die redenen hebben we vorig jaar de Life-index ontworpen. Eigenschappen als diversificatie van een fonds zijn veel constanter tussen verschillende perioden. De enige voorspelbaarheid die we hebben kunnen ontdekken is in het specifieke risico van fondsen, dat wil zeggen in het fonds-specifieke deel van het rendement. Een mogelijke verklaring hiervoor is het actieve beleggingsbeleid dat fondsbeheerders voeren. Voor de passieve individuele belegger is deze voorspelbaarheid echter niet van belang.

Arjan van Bussel, Kees Koedijk, François Nissen, Leonard Pijnenburg en Peter Schotman

4. Zie Hendricks, Patell en Zeckhauser, Hot hands in mutual funds, *Journal of Finance*, 1993, blz. 93-130.

5. De ruwe rendementen zelf vertonen slecht weinig autocorrelatie, net zomin als de verschillende marktindices.

6. Zie Brock, Lakonishok en LeBaron, *Journal of Finance*, 1992, blz. 1731-1764.