



Geen idee wie de beste kansen heeft? Wed op alle paarden

Beleggen

Spread niet meer dan nodig is

Spreiding is een belangrijk kenmerk van een goed opgebouwde aandelenportefeuille. Maar diversificatie is een middel en geen doel op zich. Over de zin en onzin van diversificatie.

Arjan van Assen

Allereerst de theorie achter de spreidingsgedachte. Indien een beleggingsportefeuille uit slechts één aandeel bestaat, dan valt het risico dat wordt gelopen met deze portefeuille uiteen in twee delen. Allereerst is er het risico dat samenhangt met macro-economische factoren zoals inflatie of valutakoersen. Dit is er het zogenoemde systematische risico. Daarnaast zijn er bedrijfsspecifieke factoren, zoals de kundigheid van het management of het succes van research & development, die bij elkaar het non-systematische risico vormen. Daar waar vervolgens een tweede bedrijf in de portefeuille wordt opgenomen dat actief is in een andere sector — met andere bedrijfsspecifieke risico's — wordt het rendement van de portefeuille minder volatiel en het portefeuillerisico (dus) verlaagd. Dit is diversificatie. Met het toevoegen van meer aandelen heffen de bedrijfsspecifieke risico's elkaar uiteindelijk op en wat resteert is het marktrisico. Logisch, want alle aandelen tezamen zijn immers de markt. Dezelfde theorie is uiteraard ook van toepassing

op andere beleggingscategorieën.

De aanhangers van de efficiënte-marktheorie propageren dat passief beleggen in de gehele markt over een langere periode een hoger gemiddeld rendement oplevert dan actief beheer, het beleggen in een mandje met een beperkt aantal aandelen. De efficiënte-marktheorie gaat ervan uit dat alle relevante informatie is verwerkt in de aandelenkoers van een bedrijf. De grondslag van actief beheer, zijnde het kunnen identificeren van over- of ondergewaardeerde aandelen, wordt beschouwd als irreal. Het beleggen in een indexfonds wordt aldus gezien als dé manier om in aandelen te beleggen.

Maar hoe is dan het succes van legendarische stock pickers als Bill Miller of Anthony Bolton te verklaren, die over lange periodes de markt wisten te verslaan met een geconcentreerde portefeuille van relatief weinig aandelen? Geluk? Eerder het (zo veel mogelijk) uitsluiten van pech, oftewel het doen van uitgebreide research en het hebben van een diepgaande kennis van de markt en bedrijven. Deze research is gericht op het vinden van onder- of overgewaardeerde bedrijven, waaruit een geconcentreerde portefeuille wordt samengesteld.

Het ontbreekt de particuliere belegger echter aan tijd, kennis of middelen om dezelfde hoeveelheid research te plegen. Hieruit kan de conclusie worden getrokken dat de particulier het meest gebaat zou zijn bij indexbeleggen, bijvoorbeeld via zogeheten indextrackers. Daar is echter een aantal kritische kanttekingen bij te plaatsen. Immers, met het beleggen in een index beleg je in alle aandelen, goed en slecht. Een index wordt bovendien periodiek herwogen, waarbij bijvoorbeeld de bedrijven met een hoge marktkapitalisatie maar ook de aandelen die in de voorafgaande periode goed hebben gepresteerd een zwaardere weging

krijgen dan bedrijven met een lagere marktkapitalisatie en aandelen die het minder goed hebben gedaan. Een belangrijk bezwaar van indexbeleggen is dat dus voor een relatief groot deel wordt belegd in grote bedrijven en aandelen die het reeds goed hebben gedaan, niet noodzakelijkerwijs in die aandelen die het goed gaan doen. Daar staat tegenover dat indexbeleggen een relatief goedkope en gemakkelijke oplossing is.

De conclusie dat indexbeleggen voor de particuliere belegger de meest optimale manier is om zijn aandelenportefeuille in te richten, is dus niet per definitie juist. Diverse onderzoeken bevestigen dat een portefeuille van circa 20 aandelen reeds voldoende gediversifieerd is. Uit een bekend onderzoek (Meir Statman, 1987) bleek dat de standaarddeviatie — de maatstaf voor risico — van een portefeuille waarin slechts één aandeel is opgenomen gemiddeld 49,2% bedraagt, terwijl de standaarddeviatie van alle aandelen samen, en dus het marktrisico, slechts 19,2% bedraagt. Verrassend genoeg bedraagt het risico van een portefeuille van 20 aandelen echter maar 21,7%. Met het toevoegen van steeds meer aandelen zakt het risico dus weliswaar, maar slechts marginaal. Voorwaarde is wel dat de aandelenportefeuille wordt samengesteld uit bedrijven die onderling geen grote correlatie hebben door te spreiden over sectoren, regio's en marktkapitalisatie.

Een eenvoudige manier om een actief beheerde portefeuille te verkrijgen is het beleggen in een (actief beheerd) beleggingsfonds. Het voordeel hiervan is dat hierover veel informatie gepubliceerd wordt, zoals het trackrecord van de beheerder, de risico's en de kosten. Het loont de moeite deze informatie goed te bestuderen; voorkom een belegging in wat de facto een dure indextracker is. Ook het hebben van te veel beleggingsfondsen schiet zijn doel voorbij. Beleg in een beperkt aantal posities met een onderling lage correlatie.

Het spreiden van een effectenportefeuille over zo veel mogelijk individuele titels is per saldo niet nodig. In de woorden van Warren Buffett: 'Brede diversificatie wordt alleen toegepast door beleggers die geen idee hebben waar ze mee bezig zijn'. ■

Arjan van Assen is partner bij Philipse & Co, onafhankelijke vermogensbeheerders te Amsterdam.

**BOVEN DE TWINTIG
AANDELEN ZAKT
HET RISICO NOG
MAAR MARGINAAL**