

# Particuliere beleggers en de financiële crisis

De financiële crisis heeft een grote invloed gehad op particuliere beleggers. Zowel hun gedrag als percepties vertonen sterke variatie gedurende deze periode en kunnen in verband worden gebracht met hun prestaties. Vooral beleggers met grotere portefeuilles die minder handelden en een risicomijdende instelling hebben, presteren beter in een crisis dan andere beleggers.

**P**articuliere beleggers zijn hard getroffen door de financiële crisis van 2007 tot en met 2009. Velen verloren meer dan de helft van hun beleggingsportefeuille en sommigen hebben de aandelenmarkt mede daardoor voor altijd de rug toegekeerd. Terwijl er veel bekend is over de oorzaken en het effect van de crisis voor vastgoedmarkten (Demyanyk en Van Hemert, 2010; Piskorski *et al.*, 2010), financiële instituties (Shin, 2009; Wagner, 2010) en institutionele beleggers (Ivashina en Scharfstein 2010; Longstaff, 2010), is er verrassend weinig bekend over de percepties, het gedrag en de prestaties van particuliere beleggers gedurende de financiële crisis (Hoffmann *et al.*, 2011).

Op basis van unieke paneldata waarin een grote groep Nederlandse beleggers werd gevolgd tussen april 2008 en maart 2009, wordt gekeken hoe de subjectieve verwachtingen en de objectieve karakteristieken van beleggers varieerden gedurende de crisis en samen de prestaties van deze beleggers beïnvloedden. In deze periode werden de wereldwijde aandelenmarkten het hardst geraakt en vonden dramatische gebeurtenissen plaats, zoals het faillissement van Lehman Brothers in de Verenigde Staten en de problemen rond Fortis in Europa.

## Beschrijving van de data

De database bestaat uit maandelijkse vragenlijsten, afgenomen onder een grote groep klanten van de belangrijkste online broker van Nederland, en gecombineerd met alle transactiegegevens van deze klanten gedurende de periode van het onderzoek. Deze klanten werd iedere maand onder andere gevraagd hoe optimistisch ze waren over de aandelenmarkten, oftewel hun rendementsverwachtingen, of hun risicoattitude risicomijdend was of juist risicozoekend, en hoeveel risico ze percipieerden in de aandelenmarkt. Om antwoord op de onderzoeksvragen te kunnen geven, zijn de transactiegegevens van 1376 particuliere online-beleggers beschikbaar. Van deze beleggers is acht procent vrouw, de gemiddelde leeftijd is 52 jaar, er wordt gemiddeld al drie

jaar bij de online broker belegd, en de gemiddelde portefeuille bedraagt ruim 50.000 euro. Tabel 1 verschaft meer details omtrent deze steekproef van de beleggers.

Behalve de transactiedata zijn er tevens surveydata beschikbaar van dezelfde groep beleggers. Hiertoe zijn in maart 2008 20.000 willekeurig geselecteerde klanten van de online broker per email benaderd en is hun gevraagd om op maandelijkse basis mee te doen met een panelonderzoek naar het gedrag van particuliere beleggers. In eerste instantie gaven 865 klanten aan mee te willen doen, wat neer komt op een antwoordpercentage van ruim vier procent. Na verwijdering van klanten met slapende beleggingsrekeningen en een leeftijd jonger dan achttien jaar, en verder klanten die de vragenlijst in minder dan een minuut beantwoordden, blijven er gemiddeld 539 klanten over die maandelijks de vragenlijst beantwoordden en van wie ook de transactiegegevens beschikbaar zijn.

Tabel 1

Karakteristieken van de Nederlandse particuliere belegger gedurende de financiële crisis.

	Gemiddelde	Mediaan
<b>Leeftijd in jaren</b>	<b>52</b>	<b>48</b>
<b>Beleggingservaring bij online broker in jaren</b>	<b>3,4</b>	<b>3</b>
<b>Transacties in aantal per maand</b>	<b>8,75</b>	<b>3,58</b>
<b>Portefeuillewaarde in euro's</b>	<b>52.332</b>	<b>17.195</b>
<b>Portefeuilleomzet in procent per maand</b>	<b>129,97</b>	<b>25,86</b>

## Beleggingsgedrag

Figuur 1 laat zien dat zowel de fractie van beleggers die handelen als hun omzet varieert, met een duidelijke toename van beide in de ergste crisismaanden september en oktober 2008. Tevens laat figuur 1 zien hoe dit gedrag samenhangt met het gemiddelde rendement van de AEX. Figuur 2 toont dat deze maanden tevens een scherpe stijging van het koopvolume laten zien, en dat beleggers meer kopen dan verkopen. Het lijkt er dus op dat beleggers de crisismaanden gebruikten om tegen lagere prijzen in de markt te stappen. De Nederlandse particuliere belegger is echter ook gedurende de crisis niet in staat om de markt consistent te verslaan, zoals reeds door eerder onderzoek is aangetoond (Bauer *et al.*, 2007) en tevens geïllustreerd wordt door de

### ARVID HOFFMANN

Universitair docent aan de Universiteit Maastricht en codirecteur van het Marketing-Finance Research Lab

### THOMAS POST

Universitair docent aan de Universiteit Maastricht en projectcoördinator in het Marketing-Finance Research Lab

### JOOST PENNING

Hoogleraar aan de Universiteit Maastricht en aan de Universiteit Wageningen

rendementcijfers in figuur 3. Interessant is echter dat particuliere beleggers ondanks de slechte resultaten in deze maanden niet in paniek raakten en bijvoorbeeld volledig ophielden met handelen of hun gehele portefeuille liquideerden.

## Beleggingspercepties

Figuren 4 en 5 tonen de ontwikkelingen in de rendementsverwachtingen (optimisme), risicoattitudes, en risicopercepties van de Nederlandse particuliere belegger gedurende de financiële crisis en laten tevens de rendementsontwikkeling van de AEX zien. Risicoattitude en risicoperceptie zijn gemeten op een zevenpunts Likert-schaal, variërend van risicomijdend, respectievelijk veel risico gepercipieerd (1), tot risicozoekend, respectievelijk weinig risico gepercipieerd (7). Ook de rendementsverwachtingen zijn gemeten op een zevenpunts Likert-schaal, die varieert van zeer pessimistisch (1) tot zeer optimistisch (7).

Figuur 4 maakt duidelijk dat het optimisme van beleggers sterk samenhangt met de ontwikkelingen op de aandelenmarkt (AEX). Figuur 5 toont aan dat ook de risicoattitudes en risicopercepties van particuliere beleggers samenhangen met de ontwikkelingen op de aandelenmarkt, maar demonstreert tevens dat in het bijzonder de risicoattitude van beleggers een meer stabiel concept is en vooral risicopercepties op korte termijn sterk kunnen variëren (Nosic en Weber, 2010). Tabel 2 laat zien dat hoewel risicopercepties veel veranderen gedurende de looptijd van het onderzoek, ze slechts een geringe invloed hebben op de prestaties van particuliere beleggers gedurende de crisis. Voor de in het algemeen meer stabiele risicoattitudes van beleggers geldt echter dat als deze veranderen, dit een relatief grote impact heeft op hun beleggingsprestaties. De twaalfmaands gemiddelden in deze figuren laten zien dat gedurende de crisis de rendementsverwachtingen afnamen, beleggers meer risicomijdend werden en meer risico percipieerden, en dat hun optimisme, risicoattitudes en risicopercepties herstelden tegen het einde van de crisis.

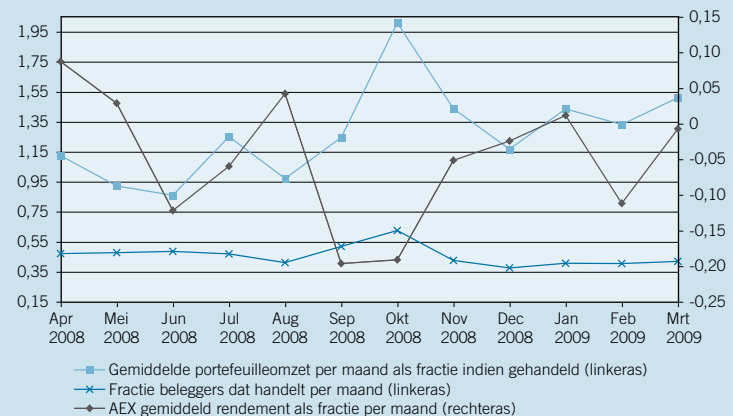
## Invloed op prestaties in de crisis

Tabel 2 toont de determinanten van de prestaties van particuliere Nederlandse beleggers gedurende de financiële crisis. Prestaties worden uitgedrukt in Sharpe-ratio's, waarin het rendement van de belegger wordt gedeeld door de standaarddeviatie van het rendement. Hogere Sharpe-ratio's worden behaald door meer optimistische beleggers met hogere rendementsverwachtingen, door beleggers die optimistischer zijn geworden ten opzichte van de voorgaande maand, alsmede door beleggers die meer risicomijdend zijn en door beleggers die risicomijdender zijn geworden ten opzichte van de voorgaande maand. Ook beleggers met een grotere portefeuille presteren beter, terwijl beleggers die meer handelen het slechter doen. De laatste bevinding is een terugkerend verschijnsel in de literatuur inzake particuliere beleg-

gers. Dit wil zeggen dat te vaak handelen vanwege de accumulatie van transactiekosten leidt tot een slecht rendement (Barber en Odean, 2000). Beleggers die meer kochten dan verkochten en dus hun blootstelling aan de dalende markt vergrootten, behaalden tevens slechtere resultaten dan beleggers die dit niet deden gedurende de periode april 2008 tot en met maart 2009.

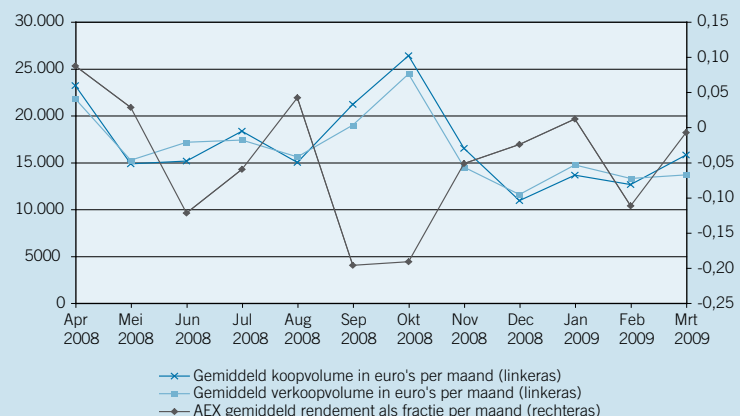
Figuur 1

Beleggingsgedrag: participatie in de markt en omzet.



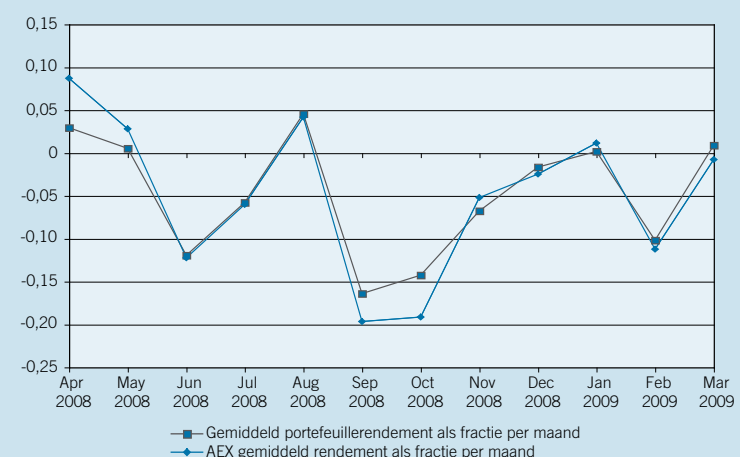
Figuur 2

Beleggingsgedrag: handelsvolume.



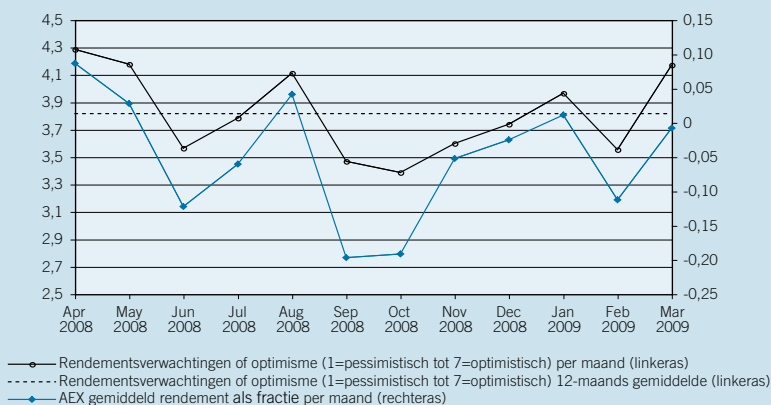
Figuur 3

Beleggingsgedrag: portefeuillerendement per maand.



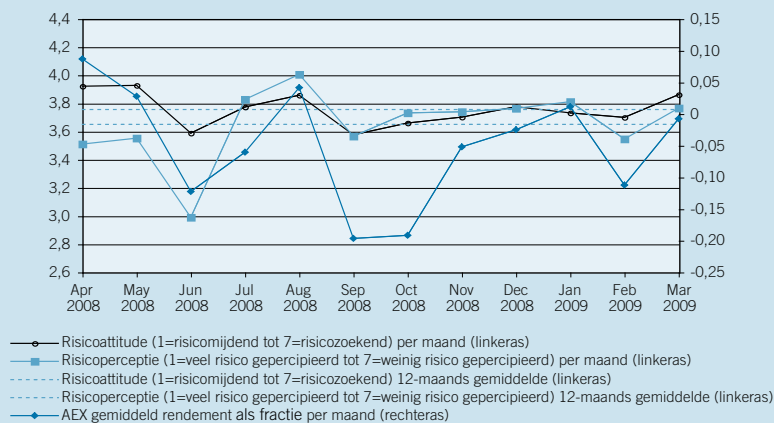
Figuur 4

Beleggingspercepties: rendementsverwachtingen (optimisme)



Figuur 5

Beleggingspercepties: risicoattitude en risicoperceptie.



Conclusie

Particuliere beleggers in Nederland laten een sterke variatie in optimisme, risicoattitude, en risicoperceptie zien gedurende de financiële crisis van 2007 tot en met 2009, zowel cross-sectioneel als in de tijd. Hoewel de rendementsverwachtingen sterk daalden gedurende de crisis en een meer risicomijdende instelling in combinatie met een hogere risicoperceptie aanwezig was, suggereert dit onderzoek dat de particuliere belegger wellicht minder angstig en irrationeel handelt dan vaak wordt gedacht, gezien het snelle herstel van deze maatstaven tegen het einde van de crisis. De analyses bevestigen dat het ook gedurende de financiële crisis slecht is voor het rendement om veel te handelen en om op het verkeerde moment de blootstelling aan de markt te vergroten. De belangrijkste bevinding van dit onderzoek is echter dat een combinatie van longitudinale surveydata met transactiedata kan helpen om het gedrag en beleggingsrendement van particuliere beleggers te verklaren. Derhalve is het voor beleidsmakers aan te raden om op gezette tijden te meten hoe de particuliere belegger in Nederland over de aandelenmarkt denkt in termen van rendementsverwachtingen, risicoattitude en risicoperceptie in relatie tot hun beleggingsgedrag. Een dergelijke combinatie van gedrags- en perceptie-data kan als een vroegtijdig waarschuwingsmechanisme functioneren bij een dreigende oververhitting of onderkoeling van de beleggingsmarkten. Immers, als bekend is welk gedrag samenhangt met (een combinatie van) bepaalde percepties, kan tijdig worden gestuurd op percepties zodat onwenselijk gedrag uitblijft. Deze kennis kan vervolgens worden ingepast in een geïntegreerde communicatie- en voorlichtingsstrategie om beleggers te helpen niet in paniek onoverdachte beslissingen te nemen die mogelijk een nadelige invloed op de stabiliteit van de financiële markten als geheel hebben.

Tabel 2

Determinanten van de prestaties van particuliere beleggers gedurende de crisis.

	Sharpe-ratio
Rendementsverwachtingen voorgaande maand	0,0318***
Verandering in rendementsverwachtingen	0,0440***
Risicoattitude voorgaande maand	-0,0155**
Verandering in risicoattitude	-0,0108*
Risicoperceptie voorgaande maand	-0,0013
Verandering in risicoperceptie	0,0015
Geslacht (1 is vrouw)	-0,0042
Leeftijd	-0,0007
Beleggingservaring bij online broker (in jaren)	0,0009
ln(Portefeuillewaarde)	0,0282***
Portefeuilleomzet	-0,0135**
Gemiddelde ordergrootte gedeeld door 1.000	0,0006
Buy-sell-ratio	-0,0381***
Constante	-0,3438***
Time fixed effects	Ja
N	3882
R <sup>2</sup>	0,3601

\*/\*\*/\*\* Statistisch significant op respectievelijk tien-, vijf- of eenprocentniveau.

LITERATUUR

Barber, B.M. en T. Odean (2000) Trading is hazardous to your wealth: the common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773-806.  
 Bauer, R., M. Cosemans en P.M.A. Eichholtz (2007) De prestaties van particuliere beleggers. *ESB*, 92(4508), 228-231.  
 Demyanyk, Y. en O. van Hemert (2010) Understanding the subprime mortgage crisis. *Review of Financial Studies*, te verschijnen.  
 Hoffmann, A.O.I., T. Post en J.M.E. Pennings (2011) *Individual investor perceptions, behavior, and performance during the financial crisis*. Working paper, beschikbaar op SSRN: <http://ssrn.com>  
 Israelsen, C. (2005) A refinement to the sharpe ratio and information ratio. *Journal of Asset Management*, 5(6), 423-427.  
 Ivashina, V. en D.S. Scharfstein (2010) Bank lending during the financial crisis of 2008. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 319-339.  
 Longstaff, F.A. (2010) The subprime credit crisis and contagion in financial markets. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 436-450.  
 Nasic, A. en M. Weber (2010) How risky do I invest? The role of risk attitudes, risk perceptions, and overconfidence. *Decision Analysis*, 7(3), 282-301.  
 Piskorski, T., A. Seru en V. Vig (2010) Securitization and distressed loan renegotiation: evidence from the subprime mortgage crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 369-397.  
 Shin, H.S. (2009) Reflections on Northern Rock: the bank run that heralded the global financial crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 101-119.  
 Wagner, W. (2010) Diversification at financial institutions and systemic crises. *Journal of Financial Intermediation*, 19(3), 373-386.