

Nederlandse beleggers ontdekken de wereld

Koen Schweers

INLEIDING

Nederlandse particuliere beleggers blijken bij het inrichten van hun portefeuille een voorkeur te hebben voor aandelen of obligaties uitgegeven door Nederlandse bedrijven. Deze ‘home bias’ wordt echter op de proef gesteld door het wegtrekken van verschillende grote bedrijven naar het buitenland (mede) als gevolg van strengere regelgeving in Nederland. Dit artikel analyseert de spreiding van beleggingen van particulieren over binnen- en buitenlandse effecten en laat zien dat particulieren zich succesvol hebben aangepast aan de slinkende verzameling van Nederlandse titels.

HOME BIAS VAN PARTICULIERE BELEGGER

De academische literatuur toont aan dat beleggers een voorkeur hebben om te beleggen in bedrijven die gevestigd zijn in hun thuisland. In de gedragseconomie wordt de voorkeur voor binnenlandse beleggingen ook wel de ‘home bias’ genoemd. Dit verschijnsel bestaat al jarenlang. Zo stelden French en Poterba (1991) al meer dan drie decennia geleden vast dat de aandelenportefeuille van beleggers uit de Verenigde Staten en uit Groot-Brittannië voor ongeveer 90% uit binnenlandse beleggingen bestond. Verder toont hun onderzoek aan dat Japanse investeerders ook toen al een sterke voorkeur hadden voor binnenlands beleggen door 98% van hun aandelenportefeuille in te vullen met binnenlandse effecten. Nederlandse beleggers zijn geen uitzondering op deze regel, zo blijkt uit gegevens gepubliceerd door DNB (2022) die laten zien dat de aandelenportefeuille van Nederlandse particulieren in 2021 voor 46% uit Nederlandse beleggingen bestond, terwijl de Nederlandse aandelenmarkt slechts 1.5% van de wereldwijde aandelenmarkt vertegenwoordigt op basis van marktkapitalisatie.

De opvatting die in het verleden het meest geaccepteerd werd als verklaring voor de home bias, is dat beleggers in de veronderstelling verkeerden dat ze meer kennis hadden over binnenlandse bedrijven en daarom minder risico liepen, aangezien er over bedrijven uit het eigen land makkelijker nieuws beschikbaar was. Dit laatste gaat echter in de meeste gevallen niet meer op, gegeven de ruime beschikbaarheid van informatie via het internet. Daarnaast laten diverse onderzoeken, waaronder een bekend onderzoek van Kahneman en Tversky (1979), zien dat meer kennis niet altijd leidt tot betere beleggingsbeslissingen, wat de gehele opvatting ondermijnt. Andere redenen die vaak worden genoemd voor de home bias zijn een groter optimisme over de economie in het eigen land, of het ontwijken van valutarisico. Dit laatste effect is sinds de invoering van de euro grotendeels teniet gedaan. De conclusie dat beleggers ook nu nog een sterke voorkeur hebben voor binnenlandse beleggingen is opvallend, gegeven het achterhaalde karakter van de eerder

genoemde verklaringen, de globalisering en ontwikkelingen op financiële markten die sinds het onderzoek van French en Poterba hebben plaatsgevonden. Dat particuliere beleggers ondanks deze ontwikkelingen ook tegenwoordig nog graag in het thuisland beleggen, valt volgens Cooper et al. (2013) mogelijk te verklaren aan de hand van irrationele emotionele banden, zoals vaderlandse trots.

Modellen die aannemen dat investeerders te allen tijde rationele keuzes maken, zoals het bekende Capital Asset Pricing Model (CAPM) van Markowitz (1952), kunnen vanwege het irrationele karakter van de home bias niet gebruikt worden om het uitblijven van internationale diversificatie door particuliere beleggers te analyseren. Toch is het duidelijk dat beleggers concentratie-risico lopen door na te laten over de landsgrenzen heen te diversifiëren. De Nederlandse economie heeft bijvoorbeeld niet dezelfde blootstelling aan technologie als de Amerikaanse. Daarnaast heeft het idiosyncratische risico van het thuisland niet alleen betrekking op de portefeuille, maar ook op de baan van de belegger.

Koen Schweers
Quantitative Analyst Fixed Income, Cardano



Als de Nederlandse economie verzwakt zal immers de kans dat de belegger zijn baan verliest groter zijn, naast de grotere kans op negatieve rendementen op zijn portefeuille.

Echter, als we kijken naar het empirische bewijs, zien we dat internationale diversificatiemogelijkheden juist afnemen als gevolg van globalisering. Chen en Knez (1995) en Korajczyk (1996) tonen bijvoorbeeld aan dat het verlagen van handels- en informatiebarrières en handelskosten een verhogend effect hebben op de correlatie tussen internationale aandelenmarkten. Volgens Bekaert en Harvey (1995) heeft de ontwikkeling van een gesegmenteerde markt naar een geïntegreerde markt een significant positief effect op de samenhang tussen aandelenrendementen in landen die onderdeel zijn van de geïntegreerde markt. Doordat de correlatie tussen internationale aandelenmarkten toeneemt als gevolg van globalisering, nemen de mogelijkheden voor internationale diversificatie af. Dit kan verklaren waarom er ondanks de globalisering en de betere toegang tot informatie slechts een beperkte afname in de home bias van particuliere beleggers is waar te nemen. Mogelijk zijn andere externe factoren aan te wijzen die particuliere beleggers ertoe kunnen brengen om (meer) internationaal te diversificeren, zoals bijvoorbeeld het wegtrekken van bedrijven uit Nederland.

GEFORCEERD DE GRENZEN OVER

In toenemende mate komen in Nederland gevestigde bedrijven tot de conclusie dat het vestigingsklimaat in Nederland in relatieve zin dusdanig is verslechterd dat het aantrekkelijker is om het hoofdkantoor en/of de activiteiten naar het buitenland te verplaatsen. Uit een rapport van de Rijksoverheid (2023) blijkt dat bedrijven onder andere tot deze conclusie komen vanwege lagere arbeidskosten in het buitenland, klimaateisen en onzekerheid over toekomstige wet- en regelgeving in Nederland. Uit een enquête van VNO-NCW (2024) blijkt dat vooral grotere bedrijven met meer dan 250 werknemers steeds vaker overwegen om op zijn minst een gedeelte van hun activiteiten naar het buitenland te verplaatsen. Het percentage bedrijven dat deze overweging maakt is gestegen van 13% in 2023 naar 18% in 2024. Daarnaast vindt bijna de helft (44%) van de ondervraagde ondernemers Nederland geen aantrekkelijk land om in te ondernemen.

In de afgelopen jaren hebben onder andere Shell, Unilever en Aegon als gevolg van het – naar hun mening – verslechterde vestigingsklimaat hun hoofdkantoor uit Nederland verplaatst. Onder andere de NOS (2021) vermeldde dat Unilever in 2020 uit Nederland vertrok toen duidelijk werd dat de dividendbelasting toch niet werd afgeschaft, nadat het bedrijf in 2018 nog voor Rotterdam had gekozen. Shell besloot een jaar later vanwege dezelfde reden te vertrekken, wat het schrappen van de dividendbelasting zelfs weer op de agenda van de Tweede Kamer zette. Fiscale voordelen lijken ook bij de keuze van Aegon om in 2023 het hoofdkantoor naar Bermuda te verplaatsen mee te spelen, aangezien er minder belastingen worden doorgerekend aan verzekeraars die actief zijn in het gebied. Ook DSM kondigde in 2022 aan dat het juridisch niet meer in Nederland gevestigd zou zijn na de fusie met het Zwitserse Firmenich, al hield het bedrijf

wel een tweede hoofdkantoor in Maastricht aan. Daarnaast blijkt uit het onderzoek van VNO-NCW (2024) dat onzekerheid over toekomstige wet- en regelgeving ook in toenemende mate een reden is om een vertrek naar het buitenland te overwegen. Zo lieten ASML en NXP zich volgens het FD (2024a) recentelijk nog kritisch uit over voorstellen vanuit de Tweede Kamer om fiscale voordelen voor expats en mogelijkheden voor immigratie te beperken. Ook Boskalis lijkt met uitbreidingen in Abu Dhabi voor te sorteren op een vertrek uit Nederland, volgens topman Peter Berdowski onder andere vanwege een wetsvoorstel over internationaal maatschappelijk ondernemen waarmee de Tweede Kamer vooruit wil lopen op Europese regelgeving, zo blijkt uit een interview met het FD (2024b).

Het wegtrekken van bedrijven naar het buitenland stelt de home bias van Nederlandse beleggers op de proef, aangezien het zorgt voor een afname van het aantal beursgenoteerde Nederlandse bedrijven. De vraag is of particulieren vasthouden aan de irrationele voorkeur om beleggingen te concentreren in het thuisland. Door het kleiner worden van de vijver neemt hiermee het concentratie-risico bovendien nog verder toe. Anderzijds is het mogelijk dat particulieren zich door deze ontwikkeling genoodzaakt voelen om een groter gedeelte van hun portefeuille in buitenlandse bedrijven te beleggen.

PARTICULIERE BELEGGERS LOPEN TE VEEL CONCENTRATIE-RISICO DOOR NA TE LATEN OVER DE LANDSGRENZEN HEEN TE DIVERSIFIËREN

Over het effect van de recente toename van het aantal bedrijven dat een vertrek uit Nederland overweegt en het daadwerkelijke vertrek van een aantal bedrijven uit Nederland op de portefeuilles en het rendement van particuliere beleggers is nog niet veel bekend. Met behulp van publicaties van DNB (2023), die ieder kwartaal inzicht geven in de beleggingen van Nederlandse particulieren, kan een overzicht worden samengesteld van de 40 beursgenoteerde aandelen met het grootste gewicht in de portefeuilles van particulieren tussen 2019 en 2023. Op basis van data zoals beschikbaar gesteld in de publicaties van DNB, kan het effect van het wegtrekken van bedrijven uit Nederland op de home bias van particuliere beleggers en hun rendement worden onderzocht.

In figuur 1 is de procentuele allocatie van particuliere beleggers naar Nederlandse bedrijven in de groep van 40 aandelen weergegeven. De data bevestigen dat Nederlandse particuliere beleggers een sterke home bias hebben. In januari 2019 bestond 91% van de portefeuille – bestaande uit de 40 grootste aandelen onder particuliere beleggers – uit bedrijven verhandeld op de Amsterdamse beurs, waaronder bijvoorbeeld Phillips, Adyen en ASML. Onder de buitenlandse bedrijven vallen vooral bekende namen zoals Tesla, Amazon en Apple. In december 2023

bestond deze portefeuille van 40 aandelen nog slechts voor 83% uit Nederlandse bedrijven. In tegenstelling tot deze portefeuille, bestaat de gehele aandelenportefeuille van particulieren inclusief kleinere aandelen en fondsen voor minder dan de helft (46%) uit Nederlandse beleggingen. Ondanks dat dit laatste ook nog wijst op een significante home bias, valt wel te concluderen dat de home bias van particuliere beleggers voor hun grootste individuele posities sterker is dan voor de rest van hun aandelenportefeuille, die onder andere bestaat uit beleggingen in fondsen zoals ETFs.

Het is onwaarschijnlijk dat de afname in de home bias uit figuur 1 het resultaat is van een plotseling besef bij beleggers dat het concentratie-risico in de portefeuille te groot is. Theorieën over het weg-diversifiëren van idiosyncratische risico's, in dit geval landenspecifieke risico's, bestaan immers al decennialang. De recente significante afname van de home bias van particulieren kan daarnaast niet volledig worden toegewezen aan lange-termijn effecten zoals globalisering, ontwikkelingen op financiële markten of betere toegang tot informatie.

Dat Nederlandse particulieren recentelijk zo'n sterke verandering in de geografische invulling van hun portefeuille laten zien, kan verschillende verklaringen hebben. Ten eerste laat figuur 1 zien dat er een Covid-effect meespeelt in de afname van het aandeel Nederlandse beleggingen in de portefeuille van particulieren. Uit een publicatie van DNB (2021a) blijkt dat Nederlandse huishoudens in 2020 dubbel zo veel spaarden als in 2019. De belangrijkste redenen die hiervoor genoemd worden zijn de toegenomen economische onzekerheid en simpelweg het overhouden van geld vanwege contactbeperkende maatregelen na het uitbreken van de pandemie in maart 2020. Dat particulieren geld overhielden, in combinatie met de toen geldende lage rente, heeft er ook toe geleid dat Nederlandse particulieren voor een recordbedrag van 3.8 miljard euro hebben belegd in 2020, zo blijkt uit een ander rapport van DNB (2021b). Deze toename in de beleggingen is verder gedeeltelijk toe te wijzen aan het toetreden van nieuwe

beleggers tot de markt. Uit een onderzoek van het NIBUD (2021) blijkt dat het aantal beleggers in het jaar na het uitbreken van de pandemie met 10% is toegenomen.

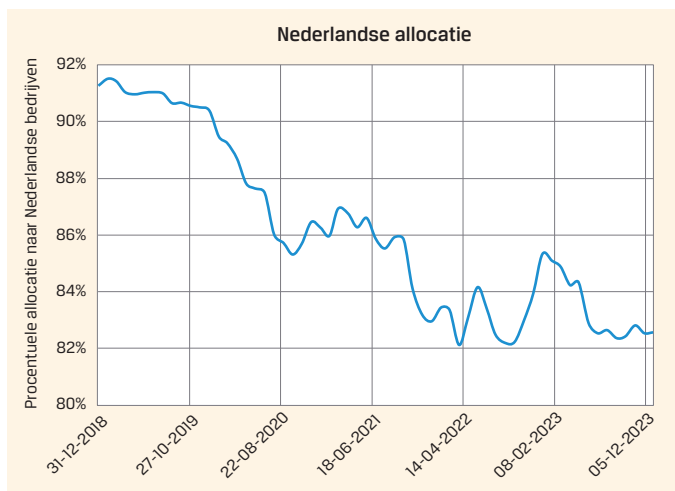
De samenstelling en de voorkeuren van de groep particuliere beleggers in het algemeen zijn veranderd door het toetreden van nieuwe beleggers tot de markt. Deze groep nieuwe beleggers bestond voor het grootste gedeelte uit jonge beleggers, wat een belangrijk effect heeft gehad op de verschuiving in de voorkeuren van particulieren in zijn geheel. De Consumentenmonitor Beleggen die de AFM (2021) publiceert laat zien dat in het Corona-jaar 2020, 51% van de startende beleggers tussen de 18 en 34 jaar oud was. Deze groep jonge beleggers beleggen vaker internationaal en in meer risicovolle 'techbedrijven'. Uit hetzelfde rapport van de AFM blijkt dat in 2020 slechts 18% van de beleggers zichzelf als voorzichtig omschrijft, vergeleken met 29% in 2019. Deze verandering in de voorkeuren van particulieren komt ook duidelijk naar voren in een publicatie van de DNB (2022). In 2018 bestond het directe aandelenbezit van particulieren voor slechts 15% uit aandelen in technologische bedrijven, waar dat in 2021 al meer dan verdubbeld was tot 32%. Omdat de meeste grote 'techbedrijven' in de VS gevestigd zijn, hangt dit samen met een verschuiving in de geografische voorkeuren van particuliere beleggers.

BELEGGERS LIJKEN HUN PORTEFEUILLE AAN TE PAssEN AAN DE AFNAME VAN BELEGGINGSMOGELIJKHEDEN OP DE NEDERLANDSE BEURS

Naast deze redenen, is het waarschijnlijk dat het vertrekken van bedrijven uit Nederland een belangrijke rol speelt in de sterke afname in de home bias van particulieren van de afgelopen paar jaar, gegeven de recentelijke toename van het aantal beursgenoteerde bedrijven dat uit Nederland vertrekt, of dat overweegt. Deze ontwikkeling zet particulieren er toe aan om hun beleggingen in wegtrekkende bedrijven te herzien in het geval dat de voorkeur voor binnenlands beleggen onderdeel is van hun beleggingsrationale. De reacties van particuliere beleggers op het uit Nederland vertrekken van de hoofdkantoren van Unilever en DSM illustreren deze relatie.

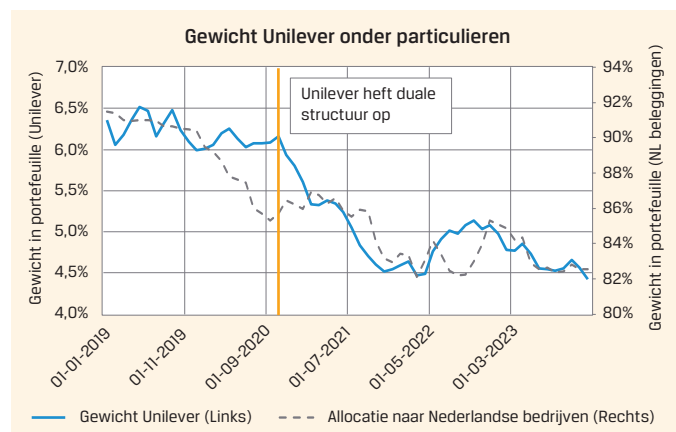
Unilever heeft in november 2020 zijn duale structuur opgeheven en op papier het hoofdkantoor naar Groot-Brittannië verplaatst. Figuur 2 geeft het gewicht van Unilever weer in de portefeuille van particulieren bestaande uit de 40 grootste aandelen en ter referentie de allocatie van particulieren naar Nederlandse aandelen, zoals ook weergegeven in figuur 1. De verticale lijn in figuur 2 markeert het moment dat Unilever zijn duale structuur ophief. De grafiek laat zien dat het gewicht van Unilever in de portefeuille van particulieren relatief constant is tot november 2020. In de maanden na het vertrek van Unilever uit Nederland neemt deze allocatie sterk af om vervolgens te stabiliseren rond

Figuur 1
Procentuele allocatie particulieren



Bron: DNB, eigen berekening

Figuur 2
Gewicht van Unilever in de portefeuille

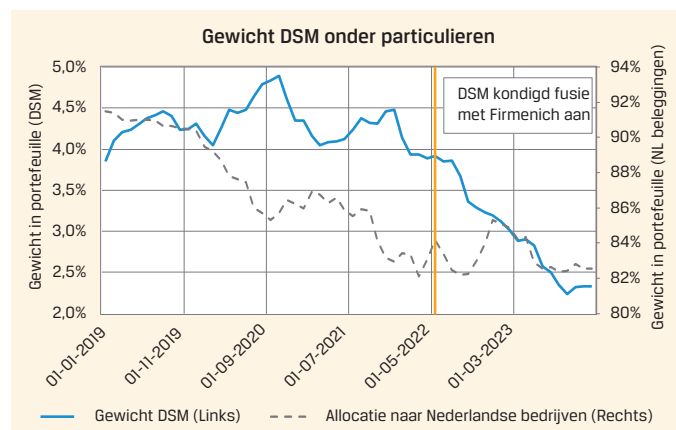


Bron: DNB, eigen berekening

de 5%. Wat derhalve opvalt, is dat particulieren hun positie in Unilever pas afbouwen na het definitief verplaatsen van het hoofdkantoor uit Nederland.

Het vertrek van het hoofdkantoor van DSM uit Nederland als gevolg van de fusie met Firmenich lijkt een soortgelijk effect te hebben gehad op de portefeuille van particulieren. Figuur 3 geeft het gewicht weer van DSM in de portefeuille bestaande uit de 40 grootste aandelen onder particulieren en ter referentie de allocatie van particulieren naar Nederlandse aandelen. Op 31 mei 2022 kondigde DSM de fusie met Firmenich aan, weergegeven door de verticale lijn in figuur 3. Het gewicht van DSM lijkt tot de aankondiging van de fusie redelijk stabiel tussen 4-4.5%. Echter, in de maanden na de aankondiging van de fusie neemt het gewicht van DSM gestaag af tot onder de 2.5%. Het afbouwen van DSM lijkt daarmee samen te hangen met het vertrek van het hoofdkantoor uit Nederland, ook gezien de discrepantie met de afbouw van Nederlandse bedrijven in de portefeuille. Het verschil tussen de beide effecten zou het resultaat kunnen zijn van de home bias van particulieren en zou daarmee een aanwijzing kunnen zijn dat het vertrekken van

Figuur 3
Gewicht van DSM in de portefeuille



Bron: DNB, eigen berekening

bedrijven uit Nederland een effect heeft op de portefeuille van particulieren.

Ondanks dat de hiervoor besproken casus slechts illustratieve voorbeelden zijn waarbij meerdere factoren invloed hebben op het resultaat, geven de voorbeelden een voorzichtige aanwijzing dat het vertrek van individuele bedrijven uit Nederland een direct effect kan hebben op de portefeuilleinvulling van particulieren. Het behoeft echter verder onderzoek om deze relatie te kunnen kwantificeren.

Samenvattend zou uit de verandering in de geografische samenstelling van de portefeuille van particulieren afgeleid kunnen worden dat beleggers hun portefeuille lijken aan te passen aan de afname van Nederlandse titels. Enerzijds zou dit simpelweg het gevolg kunnen zijn van de afname van beleggingsmogelijkheden in Nederland, anderzijds van een bewuste keuze om het concentratierisico van de portefeuille te beperken. In beide gevallen worden particulieren door deze ontwikkeling ertoe gebracht om hun voorkeuren voor binnenlandse beleggingen opzij te zetten in het nastreven van rendement.

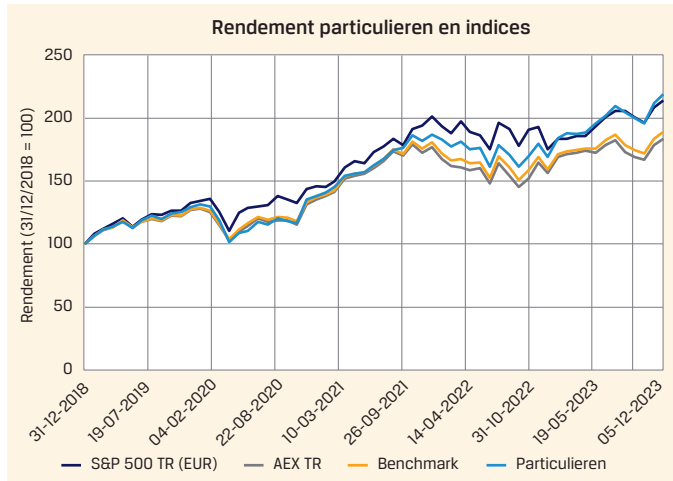
EFFECT OP HET RENDEMENT

Met behulp van de Dietz-methode (1966) kan bepaald worden of de aanpassingen van de geografische allocatie door particulieren hun rendement tussen 2019 en 2023 ten goede is gekomen. Deze methode kan het rendement scheiden van het aan- en verkoopgedrag van particuliere beleggers, rekening houdend met inkomsten uit bijvoorbeeld dividend.

Voor de berekeningen van het rendement van particuliere beleggers over de onderzochte periode is uitgegaan van de veronderstelling dat de gegevens in de dataset van DNB per einde maand gemeten worden. Aangezien het exacte moment van aan- en verkopen niet vast te stellen is op basis van de dataset, is voorts aangenomen dat aan- en verkopen in het midden van de maand plaatsvinden. Voor aandelen die worden verhandeld op een buitenlandse beurs zijn de koersen geconverteerd naar euro, op basis van de op dat moment geldende wisselkoers.

De Dietz-methode wordt individueel op alle 40 aandelen in de dataset toegepast. Het portefeuillerendement wordt vervolgens bepaald door de rendementen op de individuele aandelen te vermenigvuldigen met de procentuele allocatie naar de aandelen in een portefeuille bestaande uit de 40 aandelen in de dataset. Hierbij wordt opgemerkt dat het portefeuillerendement het resultaat is van de allocatie van particuliere beleggers binnen deze portefeuille en dus geen weergave is van het rendement als gevolg van het moment van in- of uitstappen van beleggers in de individuele aandelen, of in de aandelenmarkt in zijn geheel.

Figuur 4
Rendement portefeuille 40 grootste aandelen van particulieren



Bron: Bloomberg, eigen berekening

De berekeningen laten zien dat particuliere beleggers tussen 2019 en 2023 een rendement inclusief dividend hebben behaald van 119%. Het rendement van particuliere beleggers is daarmee hoger dan dat op de AEX en de S&P 500 total return indices, die respectievelijk 84% en 115% rendeerden in dezelfde periode, beiden uitgedrukt in euro. Ter vergelijking kan een representatieve benchmark worden samengesteld, die het resultaat is van een gewogen gemiddelde van de AEX en S&P 500 total return indices in euro, gewogen met de allocatie naar Nederlandse en buitenlandse aandelen. Deze representatieve benchmark rendeerdde 89% tussen 2019 en 2023. Figuur 4 geeft het rendement door de tijd heen weer en laat zien dat de portefeuille bestaande uit de 40 grootste aandelen onder particulieren tussen 2019 en 2023 zowel de benchmark als de AEX en de S&P 500 heeft weten te verslaan, voor aftrek van kosten.

De significante verandering in de geografische allocatie is een belangrijke bepalende factor voor het rendement van particulieren. De allocatie naar buitenlandse aandelen in de portefeuille van de 40 aandelen bestaat bijna volledig uit aandelen met een beursnotering in de VS. Dit heeft positief bijgedragen aan het rendement van particulieren aangezien de aandelenmarkt in de VS al jaren beter presteert dan de aandelenmarkten in andere ontwikkelde landen. Ten slotte is de allocatie van particulieren in de VS ingevuld met bijvoorbeeld Apple, Tesla en Amazon. Met name deze bedrijven, die behoren tot de zogenaamde ‘Magnificent Seven’, hebben na het uitbreken van de pandemie beter gerendeerd dan de brede markt. Op basis van de dataset blijkt dat de beleggingen in Amerikaanse aandelen gemiddeld 10% hebben bijgedragen aan het rendement van particulieren. De vraag die overblijft is of het rendement van particulieren simpelweg een compensatie is voor het nemen van meer risico, of dat particulieren in het algemeen werkelijk de juiste keuzes hebben gemaakt bij het invullen van hun portefeuilles.

ALPHA

Elke belegger streeft alpha na. Dat wil zeggen, elke belegger wil beloofd worden voor zijn keuzes, bovenop de compensatie die hij ontvangt voor het gelopen risico. De toegevoegde waarde van de keuzes van beleggers kan niet gescheiden worden van het gelopen risico door slechts het rendement van particulieren te vergelijken met het koersverloop van een index. Omdat aandelen na 2020 over het algemeen erg goed rendeerden, is het op het eerste zicht mogelijk dat het rendement van particulieren verklaard kan worden door het nemen van meer risico ten opzichte van de indices waarmee we het rendement vergelijken.

Fama en French (2015) presenteren een 5-factor model waarmee het resultaat van de keuzes van particuliere beleggers te scheiden is van de compensatie voor het gelopen risico. Het model bepaalt de blootstelling van de portefeuille aan vijf risicofactoren. Het deel van het rendement dat structureel niet verklaard kan worden aan de hand van deze risicofactoren wordt alpha genoemd. In tegenstelling tot het CAPM model van Markowitz, neemt het model van Fama en French niet aan dat investeerders rationeel zijn.

Tabel 1
Resultaten Fama-French 5-factor regressie

Variabele	Coëfficiënt	t-statistiek	p-waarde
Snijpunt (alpha)	0,38**	2,16	0,036
Mkt-Rf	1,01***	24,85	0,000
SMB	-0,05	-0,33	0,746
HML	0,13**	2,22	0,031
RMW	-0,17**	-2,01	0,049
CMA	-0,10	-1,27	0,208

Bron: Bloomberg, eigen berekening
Opmerking: Significantie op het 10%, 5%, en 1% significantieniveau wordt weergegeven met *, **, en ***, respectievelijk.

De resultaten tonen aan dat het model 94% van de variantie in de rendementen van particuliere beleggers kan verklaren, gecorrigeerd voor het aantal variabelen in de regressie. Verder laten de resultaten in Tabel 1 zien dat de rendementen van particuliere beleggers met name verklaard kunnen worden aan de hand van hun blootstelling aan marktrisico (Mkt-Rf) en dus voor een groot deel meebewegen met de markt. Dit is geen verrassend resultaat, aangezien de portefeuille van de 40 aandelen die is onderzocht met name bestaat uit aandelen uit de AEX of onderdeel zijn van de Magnificent Seven, die samen verantwoordelijk zijn voor het grootste deel van het rendement van de S&P 500 de afgelopen jaren.

Het belangrijkste resultaat in Tabel 1 is echter dat de geschatte coëfficiënt voor het snijpunt statistisch significant en positief is. Dit houdt in dat particuliere beleggers met hun keuzes significant positieve alpha hebben gecreëerd, gecorrigeerd voor bekende risicofactoren. Dit betekent dat particuliere beleggers naast hun beloning voor het nemen van risico, ook beloofd zijn voor hun keuzes. Hiertoe behoort ook de keuze van particulieren om in

de onderzochte portefeuille tussen 2019 en 2023 hun allocatie naar Nederlandse beleggingen significant te verminderen, onder andere vanwege het wegtrekken van verschillende bedrijven uit Nederland, maar ook vanwege de veranderde risicovoorkeuren van particulieren in het algemeen, of simpelweg omdat particulieren beleggen in Amerikaanse techaandelen aantrekkelijker vonden.

TOT SLOT

Van oudsher ontbreekt het in de portefeuille van Nederlandse particuliere beleggers aan voldoende internationale diversificatie vanwege de sterke (irrationale) voorkeur om de portefeuille met binnenlandse effecten in te vullen. Deze voorkeur, die volgens de literatuur grotendeels een emotionele oorsprong kent, is vooral sterk aanwezig in een portefeuille van de 40 grootste beursgenoteerde aandelen in het bezit van particuliere beleggers.

Het wegtrekken van bedrijven uit Nederland, stelt de voorkeur van particulieren voor binnenlandse effecten op de proef. Het blijkt dat het vertrek van bedrijven uit Nederland een effect heeft op de portefeuille-invulling van beleggers. Samen met andere effecten, zoals de toetreding van nieuwe groepen beleggers tot de markt, heeft dit ertoe geleid dat de ‘gemiddelde’ belegger zijn allocatie naar Nederlandse aandelen heeft verlaagd.

DE KEUZES VAN PARTICULIERE BELEGGERSBEBEHALDE RENDEMENT

Dat particuliere beleggers zich hebben aangepast aan de afname van beleggingsmogelijkheden op de Nederlandse beurs, door in het buitenland rendement na te jagen, is succesvol gebleken. De prestaties van de portefeuille van de 40 aandelen in dit onderzoek zijn beter dan de prestaties van relevante benchmarks, zoals de AEX. Het opvallendste is dat de keuzes van particuliere beleggers een significante positieve bijdrage hebben geleverd aan dit resultaat, bovenop het gelopen risico. Dit betekent dat er geen aanwijzing is dat particulieren zich bij het inrichten van hun portefeuille laten beperken door het wegtrekken van bedrijven uit Nederland en dat dit laatste ook geen negatieve impact heeft gehad op het behaalde rendement.

Referenties

- Autoriteit Financiële Markten (AFM), 2021, Consumentenmonitor beleggen najaar 2020. Beschikbaar op <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2021/april/consumentenmonitor-beleggen-najaar-2020>
- Bekaert, G., & Harvey, C. R., 1995, Time-varying world market integration. *The Journal of Finance*, vol. 50 No. 2: 403-444.
- Chen, Z., & Knez, P. J., 1995, Measurement of market integration and arbitrage. *The Review of Financial Studies*, vol. 8 No. 2: 287-325.
- Cooper, I., Sercu, P., & Vanpée, R., 2013, The equity home bias puzzle: A survey. *Foundations and Trends in Finance*, vol. 7 No. 4: 289-416.
- De Nederlandsche Bank, 2021a, Huishoudens brengen exceptioneel veel geld onder bij banken in 2020. Beschikbaar op <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/statistiek/2021/huishoudens-brengen-exceptioneel-veel-geld-onder-bij-banken-in-2020/>
- De Nederlandsche Bank, 2021b, Vermogen Nederlandse beleggingsfondsen naar record van 1 biljoen euro. Beschikbaar op <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/statistiek/2021/vermogen-nederlandse-beleggingsfondsen-naar-record-van-1-biljoen-euro/>
- De Nederlandsche Bank, 2022, Beleggingen huishoudens groeien naar ruim EUR 180 miljard in 2021. Beschikbaar op <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/statistiek/2022/beleggingen-huishoudens-groeien-naar-ruim-eur-180-miljard-in-2021/>
- De Nederlandsche Bank, 2023, Beleggingen van Nederlandse huishoudens in effecten (Maand) (<https://www.dnb.nl/statistiek/data-zoeken/#/details/beleggingen-van-nederlandse-huishoudens-in-effecten-maand/dataset/79b0648e-1ef6-4afc-b64b-a6b7fabaf92c>), Bezocht op 01/04/2024.
- Dietz, P. O., 1966, Pension Funds: Measuring Investment Performance. *Free Press*.
- Fama, E. F., & French, K. R., 2015, A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, vol. 116 No. 1: 1-22.
- FD, 2024a, Kwart grote bedrijven denkt aan vertrek of verplaatsing activiteiten uit Nederland. Beschikbaar op <https://fd.nl/economie/1507652/kwart-grote-bedrijven-denkt-aan-vertrek-of-verplaatsing-activiteiten-uit-nederland>
- FD, 2024b, Boskalis-topman: 'Aanzien van Nederland op het wereldtoneel bladdert af'. Beschikbaar op <https://fd.nl/bedrijfsleven/1463506/boskalis-topman-aanzien-van-nederland-op-het-wereldtoneel-bladdert-af-nfa3caRlPuBA>
- French, K. R., & Poterba, J. M., 1991, Investor diversification and international equity markets. *The American Economic Review*, vol. 81: 222-226.
- Kahneman, D., & Tversky, A., 1979, Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, vol. 47 No. 2: 263-292.
- Korajczyk, R. A., 1996, A measure of stock market integration for developed and emerging markets. *The World Bank Economic Review*, vol. 10 No. 2: 267-289.
- Markowitz, H., 1952, The utility of wealth. *Journal of Political Economy*, vol. 60 No. 2: 151-158.
- Ministerie van Economische Zaken en Klimaat, 2023, Redenen waarom bedrijven uit Nederland vertrekken. Beschikbaar op <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/rapporten/2023/06/30/bci-redenen-waarom-bedrijven-uit-nederland-vertrekken>
- Nationaal Instituut Budgetvoorlichting (NIBUD), 2021, Rapport De coronacrisis en ons geld (2021). Beschikbaar op <https://www.nibud.nl/onderzoeksrapporten/de-coronacrisis-en-ons-geld-2021/>
- NOS, 2021, Na Unilever wil ook Shell een volledig Brits bedrijf worden, wat speelt er? Beschikbaar op <https://nos.nl/artikel/2405776-na-unilever-wil-ook-shell-een-volledig-brits-bedrijf-worden-wat-speelt-er>
- NOS, 2022, Ook DSM vestigt zich in buitenland, maar 'compleet anders dan Shell en Unilever' Beschikbaar op <https://nos.nl/artikel/2430928-ook-dsm-vestigt-zich-in-buitenland-maar-compleet-anders-dan-shell-en-unilever>
- VNO-NCW, 2024, Driekwart ondernemers ziet ondernemingsklimaat verder verslechteren. Beschikbaar op <https://www.vno-ncw.nl/nieuws/driekwart-ondernemers-ziet-ondernemingsklimaat-verder-verslechteren>