

STIEKEME INDEXVOLGERS ONTMASKERD

Actief beheerde fondsen kunnen hun benchmark verslaan, als ze maar durven afwijken van hun referentie-index. Nederlandse aandelenfondsen blijken stiekeme indexvolgers.

TEKST: RONALD VAN GENDEREN; FOTO: PETER STRELITSKI/HH

Vorig jaar publiceerden onderzoekers Martijn Cremers en Antti Petajisto de resultaten van een onderzoek naar de prestaties van beleggingsfondsen onder de titel *How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance*. Zij introduceerden daarmee een nieuw begrip om het risico van een portefeuille ten opzichte van een index te meten. Active Share, zoals de maatstaf heet, brengt de werkelijke afwijkingen in de samenstelling van een portefeuille ten opzichte van de index in kaart.

Active Share wordt berekend door voor elk aandeel het verschil te berekenen tussen het gewicht in de portefeuille en het gewicht in de index. Door deze verschillen op te tellen (absoluut, dus zonder mintekens) en te delen door twee wordt een uitkomst verkregen die ligt tussen de 0 en 100 procent. Hoe hoger de score, des te actiever het beleggingsbeleid.

Het traditionele risicobegrip 'tracking error' meet alleen de afwijkingen van het rendement van een beleggingsfonds ten opzichte van de resultaten van de benchmark. Over de afwijkingen in posities zegt die maatstaf niets. Een positieve relatie tussen rendement en tracking error is er dan ook niet. Het onderzoek van het International Center for Finance van de Amerikaanse topuniversiteit Yale toonde wel een opvallend positief verband aan tussen Active Share en toekomstige prestaties.

VIJF FONDSTYPES

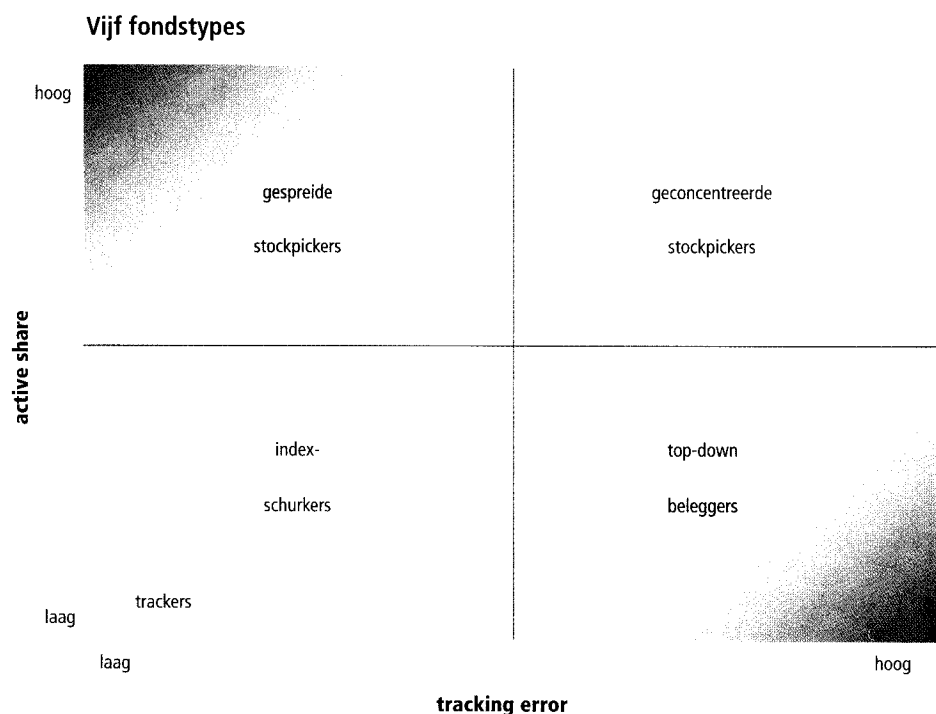
Cremers en Petajisto onderzochten de resultaten van bijna drieduizend beleg-

gingsfondsen in Amerikaanse aandelen tussen 1980 en 2003. Op basis van de Active Share en tracking error onderscheiden de twee onderzoekers vijf fondstypes:

- Geconcentreerde stockpickers: fondsen met grote afwijkingen van de benchmark en slechts weinig aandelen in portefeuille.
- Gespreide stockpickers: fondsen met eveneens grote verschillen ten opzichte van de benchmark, maar met een zeer gespreide portefeuille.

- Top-downbeleggers: fondsen die eerst een landen- of sectorweging bepalen voordat de aandelselectie plaatsvindt.
- Indexschurkers: fondsen die zeggen actief te beleggen, maar in de praktijk nauwelijks afwijken van hun benchmark.
- Trackers: fondsen die alleen de index zo goed mogelijk volgen.

Uit hun onderzoek blijkt dat alleen stockpickers – fondsen met een Active Share boven de 80 procent – het gemiddeld beter doen dan hun benchmark. In de onderzoch-



te periode versloegen zij de markt voor kosten met gemiddeld 2,46 procent per jaar. Na kosten was er een outperformance van gemiddeld 1,2 procent per jaar.

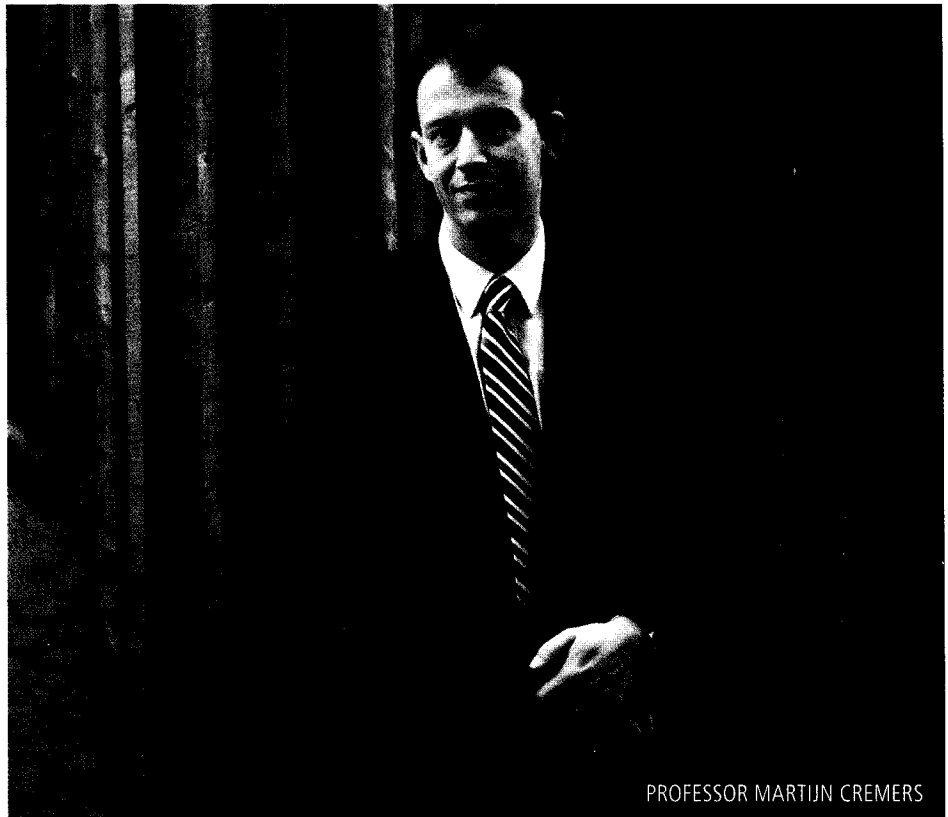
Tijdens een presentatie in Amsterdam, georganiseerd door Fondsnieuws, lichtte Martijn Cremers een update van het onderzoek toe. Het onderzoek is uitgebreid met de data van de afgelopen zes jaar. Door de periode te verlengen tot en met 2009 werden ook de voor fondsbeheerders lastige jaren 2008 en 2009 meegewogen. En ook over deze periode bleken de resultaten robuust, hoewel de outperformance iets afnam. Beleggers doen er dus goed aan om te kijken of de beheerder van hun actief beheerd fonds ook echt durft af te wijken van zijn benchmark.

Zichzelf actief noemende beleggingsfondsen met een lage Active Share boekten gemiddeld een duidelijke underperformance. In de praktijk blijken deze fondsen hun relatief hoge beheervergoeding dus niet terug te verdienen. Het valt niet mee een kosten-vrije index te verslaan als je er nauwelijks van afwijkt.

NEDERLANDSE INDEXSCHURKERS

Voor de gelegenheid berekende Martijn Cremers ook de Active Share en het verband met toekomstige prestaties voor beleggingsfondsen die in Nederlandse aandelen beleggen. Fondsen die in kleinere aandelen beleggen hebben een hoge Active Share en weten de index, in dit geval de AScX-index, regelmatig te verslaan. De fondsen die beleggen in de Nederlandse largecaps en dus de AEX als referentie-index hebben, blijken daarentegen bijna alle een Active Share te hebben van minder dan 50. Meer dan de helft (54%) heeft zelfs een Active Share die tussen de 10 en 20 procent ligt. Met dergelijke kleine afwijkingen van de index is het moeilijk om het beter te doen dan de markt. Zulke fondsen verdienen niet of nauwelijks hun kosten terug en kunnen beter worden vervangen door trackers die een veel lagere beheervergoeding vragen.

Nu is de Nederlandse aandelenmarkt een relatief kleine markt met een aantal bedrijven dat een grote weging heeft in de index. Volgens Martijn Cremers "maakt dat het moeilijker om een hoge Active Share te hebben". Dat neemt niet weg dat de resultaten dramatisch zijn voor Nederlandse aandelenfondsen. Maar ook onder Nederlandse fondsen die zich richten op buitenlandse aandelen zullen partijen zijn die zich als actief voordoen, maar die in feite nauwelijks van de benchmark afwijken.



PROFESSOR MARTIJN CREMERS

PASSIEF OF ECHT ACTIEF

Cremers en Petajisto vonden dat de hoogte van de tracking error geen voorspellende waarde heeft, maar die van de Active Share des te meer. Ook in de moeilijke crisisjaren. Een fonds dat aan stockpicking doet in diverse sectoren zal wel een hoge Active Share hebben. Fondsen die daar niet aan voldoen maar wel hoge kosten rekenen, zoals Nederlandse aandelenfondsen, lijken geen bestaansrecht te hebben. Zo maakt de nieuwe maatstaf wel pijnlijk duidelijk. Beleggers zouden hun dure indexschurker beter kunnen inruilen voor een zo voordelig mogelijk fonds als zij dicht bij de index willen blijven. Als zij wat meer avontuur aandurven, moeten zij op zoek gaan naar stockpickers.

Overigens is ook Active Share niet de heilige graal voor het fondsbeleggen. Cremers zelf noemt het "een goed startpunt van fondsselectie". Daarnaast zijn er nog veel andere aspecten van belang bij fondsselectie, zoals het beleggingsbeleid, de ervaring van de fondsmanager en uiteraard ook kosten. Hoewel een fonds met een hoge Active Share meer kans maakt om de index te verslaan, zullen hoge kosten de horde om het beter te doen alleen maar hoger maken.

Bovendien is de Active Share moeilijk te achterhalen. Over het algemeen publiceren fonds-aanbieders de maatstaf niet en zal de belegger

die zelf moeten bepalen. Dat is een bijzonder arbeidsintensief karwei. Een alternatief kan zijn de top-10 van grootste belangen te bestuderen. Als daar grote afwijkingen waar te nemen zijn, kan dat al een indicatie voor een actief beleggingsbeleid zijn.

AFM ONGEKEND DUIDELIJK

Naar aanleiding van het onderzoek van Cremers nam de AFM een ongekend duidelijk standpunt in. Bestuurder Theodor Kockelkoren eiste het eind van de stiekeme indexvolgers. "Want deze zogenoemde closet indexers of index huggers horen niet thuis op het schap van de bank." Op dit moment staan de beurswaakhond geen middelen ter beschikking om fonds-aanbieders en banken zo'n verbod op te leggen. Deze partijen hebben volgens Kockelkoren zelf de verantwoordelijkheid om te voorkomen dat dergelijke producten worden goedgekeurd bij de productbeoordeling. De AFM zou graag de mogelijkheid hebben om achteraf vragen te stellen over de reden waarom deze producten toch worden verkocht. Is de verantwoording niet voldoende of worden de producten niet van het schap genomen, dan wil de AFM stappen kunnen ondernemen. Tot aan het intrekken van de verplichte vergoeding. ■