

Actief beheer; terug van weggeweest?

Misschien heeft het te maken met het beeld dat ik zie als ik nu naar buiten kijk, maar het lijkt welhaast lente in de vermogensbeheerwereld, en wel voor actieve managers. Nu de rust in de belangrijkste economische regionen lijkt te zijn teruggekeerd – op een aantal niet onbelangrijke geopolitieke problemen na – en er weer sprake is van structurele economische groei, lijkt het erop dat het actieve beheer van beleggingsportefeuilles weer aan aandacht begint te winnen. In dit stuk gaan we in op de ontstaansgeschiedenis van actief beheer, zetten we dat af tegen passief beheer en proberen we dat ook in de huidige tijdsgeschiedenis te plaatsen.

Om het over de ontstaansgeschiedenis van actief beheer te hebben, is eigenlijk gek. Immers dat is in feite net zo oud als het vermogensbeheer zelf. We kunnen het beter over de ontstaansgeschiedenis van passief beheer hebben! Actief beheer heette vroeger ‘gewoon’ beheer en betrof de samenstelling van een portefeuille uit verschillende individuele titels, die door de beheerder in kwestie werden aangekocht na een hardgrondige analyse van het onderliggende bedrijf of de achterliggende emittent.

Door de jaren heen is er ten aanzien van actief beheer een ontwikkeling waarneembaar geweest van het beleggen in individuele titels naar het beleggen in ‘actief beheerde’ fondsen, al dan niet op aandrang van banken. Beleggingsfondsen waarin individuele



of institutionele beleggers participaties kopen in plaats van titels en zich daarmee conformeren aan het actieve beleid dat de beheerder in kwestie namens hen voert. Een dergelijke beheerder beroept zich daarbij in de regel op een bepaalde benchmark, of maatstaf. Dat kan een generieke index zijn (a la de AEX, of bijvoorbeeld een MSCI benchmark), maar kan ook ‘absolute return’ gedreven zijn, bijvoorbeeld een prijsindexcijfer plus een x aantal basispunten. Vaak wordt een dergelijke benchmark gehanteerd als een voor de hand liggende maatstaf niet voorhanden is, bijvoorbeeld wanneer het gaat om beleggingen in hedge funds, of private equity.

Het doel van actief beheer is eenduidig: “de markt” moet worden verslagen.

Ingeval van de eerste benchmark is in de beleggingsrichtlijnen opgenomen dat de actieve beheerder in kwestie mag afwijken van de benchmark, door aan bepaalde namen daarin een overweging toe te kennen en daarmee aan anderen een onderweging. Vaak ook mag de beheerder in kwestie voor een bepaald beperkt deel ‘off benchmark’ beleggen. Dat zien we vaak in actief beheerde vastrentende beleggingsfondsen, denk aan een beheerder van bedrijfsobligaties die voor een beperkt deel ook in high yield of ‘junk’ bonds mag beleggen. Ook mag een dergelijke beheerder vaak een deel in cash aanhouden, voor als de situatie zich voordoet dat de rente wat stijgt, waardoor de waarde van de obligaties daalt. Met een deel in cash is de portefeuille daar iets minder gevoelig voor. Nog een

andere manier om de benchmark te verslaan is door afwijkende duratieposities in te nemen, door bijvoorbeeld net iets langere of kortere obligaties aan te kopen, om daarmee in te spelen op een bepaalde rentevisie.

Hiermee raken we meteen een belangrijk element dat bij deze vorm van beleggen een belangrijke rol speelt: governance. Om uiteindelijk niet alleen de juiste beheerder te vinden voor jouw portefeuille, maar ook om hem of haar vervolgens de juiste vragen te kunnen stellen in het kader van monitoring, is het belangrijk om als belegger na te gaan met welke risicobronnen een actieve beheerder de markt denkt te gaan verslaan, of ook wel genoemd 'alpha' denkt te kunnen genereren.

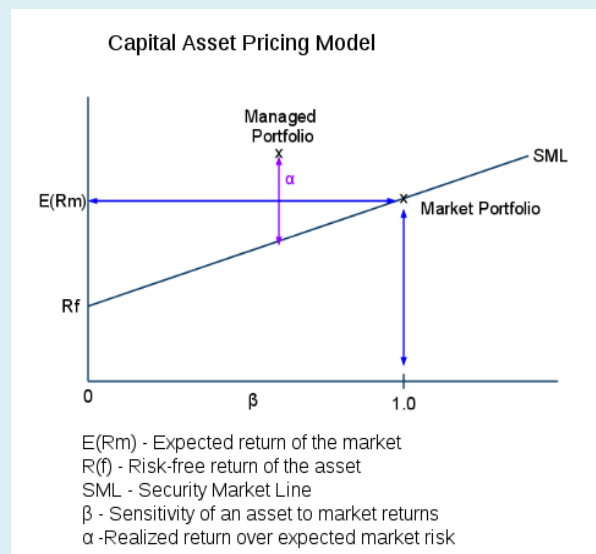
Om een en ander te illustreren halen we hier het Capital Asset Pricing Model (CAPM) aan: een model dat breed gebruikt wordt om het verwachte rendement van een belegging in te schatten aan de hand van onderstaande vergelijking:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i * (E(R_m) - R_f)$$

Waarbij:

- $E(R_i)$ = het verwachte rendement op de individuele belegging 'i'
- R_f = de risicovrije rente
- β_i = bèta, de gevoeligheid van het verwachte overrendement van de belegging in kwestie voor de algehele markt (ook wel de risicopremie genoemd)
- $E(R_m)$ = het verwachte rendement voor de markt als geheel

Dit is in feite de formule voor het verwachte rendement van een passief beheerde belegging, waarop in principe de risicovrije rente verdiend wordt, aangevuld met een eventuele risicopremie die afhankelijk is van de algehele markt.



Als additionele bron van rendement kunnen we vervolgens nog een 'alpha' aan de vergelijking toevoegen, die – zonder enige correlatie of samenhang met de risicovrije rente, dan wel het verwachte marktrendement – de 'skill' van de manager representeert.

Die risicobronnen immers dienen binnen een totale portefeuillecontext immers goed ingebed te zijn, lees er dient een bepaalde mate van spreiding te zijn.

Betrokkenheid van de eindbelegger is iets waaraan gemakkelijk voorbij gegaan wordt in deze context, maar dat bepaalt uiteindelijk natuurlijk wel het beeld van de betreffende actieve portefeuille. Er zijn tal van (particuliere) beleggers die buitengewoon betrokken zijn bij hun portefeuille, die van voor naar achter kennen, relevante markten goed in de gaten houden en die hun portefeuille afgestemd hebben op hun individuele wensen en behoeften en daarmee wellicht voorbij gaan aan een modelmatige aanpak.

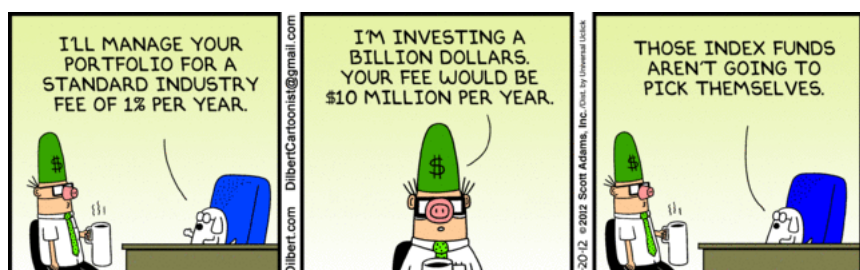
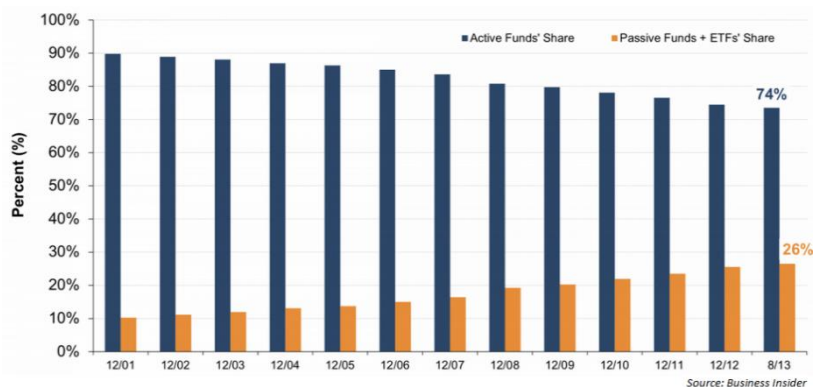
Actief beheer is daarom meerledig en vraagt om een inspanning en betrokkenheid van enerzijds de eindbelegger, u als klant, en anderzijds dient de beheerder in kwestie aan de hand van de juiste rapportagevormen inzicht te geven in waar zijn of haar out- of underperformance vandaan komt.

Een zijstap die wij hier willen maken heeft betrekking op het geloof in de toegevoegde waarde van actief beheer. Een geloof of een visie die vaak wordt gekoppeld aan de 'Efficient Market Hypothesis'; een hypothese die stelt dat alle informatie over bedrijven die aandelen uitgeven of instanties die obligaties emitteren, publiek beschikbaar is en ook per direct verwerkt is in de koersen. Bovendien stelt deze hypothese dat alle beleggers rationeel zijn en ook uit dien hoofde rationele keuzes maken.

U weet als betrokken belegger natuurlijk wel beter... Uiteraard is het zo dat bepaalde markten 'efficiënter' zijn dan andere markten. Als voorbeeld wordt vaak de Amerikaanse aandelenmarkt aangehaald, waarvan wordt gesteld dat het behalen van outperformance nagenoeg onmogelijk is, vanwege de snelheid waarmee publiek-beschikbare informatie verwerkt wordt. De opkomst van internet heeft hier natuurlijk in zeer belangrijke mate aan bijgedragen. Maar zelf binnen de meest efficiënte markten blijft het mogelijk om door keuzes te maken op basis van grondige research (bijvoorbeeld door een sector- en/of regio-overweging aan te brengen) op middellange termijn een outperformance te boeken.

Daarenboven nodigen nichemarkten, of relatief nieuwe beleggingen, wel degelijk uit om energie te steken in het vergaren van informatie die de beheerder een voorsprong geeft ten opzichte van de markt teneinde daarmee een outperformance te behalen. In de vastrentende markt wordt dan vaak gedacht aan de wat meer risicovolle / minder kredietwaardige markten, zoals Emerging Markets Debt, High Yield en Corporate Bonds en in de zakelijke waarden markt aan aandelen uit opkomende en frontier markten en Small Cap aandelen. Met betrekking tot alternatives hebben we het over een dermate heterogene beleggingscategorie, dat er van een generieke markt of benchmark vaak überhaupt geen sprake is en de belegging daarmee per definitie actief beheerd wordt.

Terug naar de ontstaansgeschiedenis van actief (of was het passief?) beheer. Met de toenemende verschuiving van het beleggen in individuele titels naar het conformeren aan de beleggingsrichtlijnen van actief beheerde vehikels, is er een stroming ontstaan van passief beheerde fondsen. Enerzijds doordat actieve beheerders uiteindelijk niet aan hun outperformance doelstelling konden voldoen (actief beheer is uiteindelijk immers een 'zero sum game', waar de een outperformance behaalt, moet een ander immers een underperformance accepteren) en daarmee vooral tijdens de kredietcrisis het vertrouwen verloren. Anderzijds was er het gemak van het kopen van 'exposure' in plaats van het kopen van 'skills'. Het eerder genoemde element van governance heeft veel beleggers er uiteindelijk toe bewogen om af te stappen van actief beheer en over te stappen in (vaak



goedkopere) passieve vehikels, ofwel 'Exchange Traded Funds' (ETF's). Een belegger is immers veel minder tijd kwijt aan a) de keuze van de voor hem of haar juiste actieve belegger en b) de soms zeer tijdrovende en daarmee kostbare monitoring van de beheerder of beheerders in kwestie.

In feite zijn we daarmee door de tijd heen overgegaan van bespoken, naar made-to-measure, naar uiteindelijk confectie; iets wat iedereen kan kopen, wat niet iedereen altijd even goed past en waarmee we – als het fout gaat – ons ook allemaal als lemmingen van dezelfde rots stortten. Een niet onbelangrijk element aan passief beleggen. Gedeelde smart is immers halve smart...

En dat is nu ook deels de reden dat actief beheer weer aan een opmars bezig is. Markten zijn de afgelopen jaren weer gestegen, beleggers zijn opportunistisch en optimistisch en kijken weer wat verder dan louter het kopen van exposure. Er is hernieuwde behoefte aan beleggingsfondsen waarin een duidelijke visie wordt gevolgd, waarin wordt afgeweken van de markt of benchmark, omdat het recente verleden (dotcom bubble, krediet- en Eurocrisis) heeft uitgewezen dat het lijdzaam volgen ook wel eens verkeerd kan uitpakken.

Tel daarbij op dat de rente op staats- en bedrijfsleningen op historisch lage niveaus liggen en ook spreads op dergelijke leningen zeer beperkt zijn, wat ertoe kan leiden dat als de rente ook maar weer iets opveert, er grote verliezen verwacht kunnen worden op dergelijke portefeuilles. Dat leidt ertoe dat beleggers stap voor stap weer wat meer kijken naar gestructureerde beleggingen, zoals verpakte beleggingen als ABS'en. Beleggingen met een fysieke lening als onderpand (hypotheek, auto, creditcard, studieleningen), maar verpakt om het toegankelijk te maken voor een breder publiek, maar ook met het grote voordeel dat de rentevergoeding variabel is en gekoppeld is aan het actuele niveau, waardoor er van een beleggingsrisico uit hoofde van een stijgende rente geen sprake is. En al naar gelang je als belegger meer of minder kredietrisico wenst te accepteren, komt daar een lagere of hogere spread bovenop. Let wel, transparantie is essentieel bij dergelijke beleggingen. Er dient sprake te zijn van een heldere lookthrough, tot op het niveau van de onderliggende lening. Risicomanagement is daarmee een belangrijk onderdeel.

Tot slot, het kostenaspect. U kunt zich voorstellen dat het passieve beheer, wat nog steeds aan een onverminderd succesvolle opmars bezig is, goedkoper is dan actief beheer. Passief is de bulk, zonder toeters of bellen en ingericht om portefeuilles zo efficiënt mogelijk te beheren en benchmarks zo goed mogelijk te volgen. Vandaar ook dat het vooral de grootste vermogensbeheerders in de wereld zijn, die hierin succesvol zijn. Zij hebben de schaal, de IT-systemen om dit goedkoop aan te kunnen bieden aan een waaier van beleggers.

Aan actief beheer hangt in de regel een hoger prijskaartje. Actief beheer kost tijd, energie, informatie moet actief verzameld, verwerkt en geanalyseerd worden, aan de hand van discretionaire modellen, en 'kost' ook betrokkenheid van de eindbelegger. Maar dat moet uiteraard uiteindelijk leiden tot een outperformance, na kosten wel te verstaan. En dat kan, het is zeer wel mogelijk om de juiste beheerder te vinden. In de Financial Times van 5 februari 2015 stond een bericht over het internationale aandelenfonds van Dodge & Cox, waarin de werknemers mee beleggen en dat door een succesvolle aanpak van 'stock picking' en 'market timing' over een periode van 3 jaar de benchmark met meer dan 75% heeft verslagen.

Actief beheer kan dus wel degelijk lonen, het vraagt echter om een inspanning van niet alleen de beheerder, maar ook van de belegger, die er tijd en energie in moet steken en waarvoor geldt dat je ook af en toe stil moet zitten als je geschoren wordt...

| Passive vs. Active: Benefits and Trade-offs | | |
|---|---|--|
| | Passive | Active |
| Benefits | <ul style="list-style-type: none"> ■ Likely to perform close to index ■ Generally lower fees ■ Typically more tax-efficient | <ul style="list-style-type: none"> ■ Opportunity to outperform index ■ Potential for limiting the downside ■ Buy/sell decisions based on research |
| Trade-offs | <ul style="list-style-type: none"> ■ Unlikely to outperform index ■ Participate in all of index downside ■ Buy/sell decisions based on index, not research | <ul style="list-style-type: none"> ■ Potential to underperform index ■ Generally higher fees ■ Typically less tax-efficient |

Andreas Capital is een betrokken vermogensbeheerder die graag met u meedenkt over actief versus passief beleggen. Op het gebied van vermogensbeheer leveren wij maatwerk in een geïntegreerde totaalaanpak. Zo stellen wij in gezamenlijkheid de actieve en passieve randvoorwaarden voor het portefeuillebeheer met u vast. Waarom? Omdat ons commitment precies hetzelfde is als het uwe.

Disclaimer:

All opinions and estimates expressed in this document are subject to change without notice. This document does not purport to be impartial research and has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research, and is as such not subject to any prohibition. Andreas Capital S.A. does not accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this document. This document is for information purposes only and is not, and should not be construed as, an offer to buy or sell any securities or related derivatives, invest in any funds, or enter into any transaction with Andreas Capital S.A or any of its affiliates. The information contained in this document has been compiled from sources believed to be reliable, and is published for the assistance of the recipient, but is not to be relied upon as authoritative or taken in substitution for the exercise of judgement by the recipient.