

Rabo werkt aan een uitbreiding van het assortiment met multi-factorfondsen

'ACTIEVE FONDSEN MOETEN ÉCHT ACTIEF ZIJN EN ZEER GECONCENTREERD'

Actieve managers danken hun goede prestaties vaak aan een overweging van waardebeleggingen en small caps. Multi-factorfondsen kunnen daarvoor een goedkoop alternatief zijn, oordeelt Han Dieperink van de Rabobank in bijdrage aan het Fondsnieuws magazine.

'Allereerst is het goed om te onderkennen voor welke uitdagingen particuliere beleggers wereldwijd staan. Als we uitgaan van een gemiddelde neutrale portefeuille met 50% aandelen en 50% obligaties zou je daaraan een bruto prognoserendement mogen koppelen (wordt lastig met de huidige rente, maar goed) van 6%.

Particuliere beleggers raken daarvan ongeveer de helft kwijt (dus 3%). De helft daarvan (1,5%) gaat op aan te hoge kosten van actieve managers die bij elkaar de index wel weten bij te houden, maar na kosten daar 1,5% bij achterblijven. De andere helft verliest de gemiddelde particuliere belegger vaak door op de top te kopen en op de bodem te verkopen.

Eind 1999, op het hoogtepunt van de dotcombubbel, belegde iedereen in aandelen en op het dieptepunt in 2009 piekerden velen er niet over om in aandelen te beleggen, obligaties waren populair. Door deze strategie verlies je al snel 1,5% per jaar, dus met de kosten erbij 3%.

Alweer tien jaar geleden stuurden we (toen nog binnen Schretlen & Co) aan op een zogenaamde "core-satellite-portefeuille", die voor ruwweg de helft uit indextrackers bestond en voor de andere helft uit actieve beleggingsfondsen. Voor fondsen die dicht bij de index bleven (de

zogenoemde "indexhuggers") waren er opeens prima alternatieven. De analisten konden kritischer worden jegens deze managers, omdat er altijd een belegbaar indexalternatief was.

Bovendien was ons beleid sindsdien dat we bij actieve beleggers vooraf moesten onderbouwen waarom zij in staat zouden zijn om de markt te verslaan (o.a. afhankelijk van de liquiditeit, dispersie en transparantie in die desbetreffende markt). Verder was het percentage passief ook afhankelijk van de specifieke regioverdeling en de markt zelf. Dit jaar blijven weer bijzonder veel actieve managers achter bij de index, net als in de risk-off risk-on-periode. In beide gevallen kunnen we wellicht de centrale bankiers de schuld geven, want die zorgen voor assetinflatie (juist in relatief dure, maar uiterst liquide assets zoals Amerikaanse aandelen en staatsobligaties).

De factordiscussie (smart beta) is feitelijk een extra argument richting actieve

'FACTORDEBAT IS EEN ARGUMENT OM ACTIEVE MANAGERS ACTIEF TE LATEN ZIJN'

managers om te vragen om echt actief management. Het is relatief eenvoudig om een regressie uit te voeren op de prestaties van actieve managers en daaruit blijkt vaak dat een structurele voorkeur richting value en/of small caps een groot deel van het rendement boven de benchmark kan verklaren. In dat geval is er geen sprake van alpha – dat is immers alleen het geval bij het echt timen – maar van het structureel overwegen van bepaalde marktfactoren waarvan bekend is dat op lange termijn daarmee bovengemiddelde (gecorrigeerd voor risico) resultaten kunnen worden behaald. We kunnen dus nog kritischer zijn en zoeken voor het echt actieve deel van de portefeuille zeer geconcentreerde, door overtuiging gedreven beheerders.

Core-satellite

Dat betekent niet dat een fonds dat vooral profiteert van marktfactoren een slecht fonds is. De vraag is echter wel of er geen alternatieven zijn, bijvoorbeeld computers die dit ook nog een keer tegen lagere kosten kunnen repliceren. Bovendien zijn er vier factoren en small caps en value zijn relatief eenvoudig te vinden in het fondsenuniversum, maar low beta en momentum worden dan een stuk lastiger. Verder krijg je met vier factoren en vier regio's wel wat veel fondsen. Dat pleit

ervoor om factoren te combineren. Bovendien kom je dan ook tegemoet aan de bezwaren dat een bepaalde factor langere tijd achter kan blijven bij de markt.

Daar komt bij dat een regionale verdeling in deze geglobaliseerde wereld steeds absurder wordt. Aan de Amsterdamse beurs staan bedrijven genoteerd die geen enkele binding meer hebben met Nederland en soms zelfs ook maar nauwelijks Europees zijn te noemen. Nokia is een Fins of een Amerikaans (Microsoft) bedrijf, maar de belangrijkste afzetmarkt is China.

Het onderscheid tussen de regio's is steeds minder te maken, maar een onderscheid naar factoren is wel degelijk rele-

vant. Dat hebben we de afgelopen jaren ook wel gezien. Europese groeibedrijven (wij noemden dit de vrije bedrijven, niet afhankelijk van overheid (via een infrastructuur zoals telecom, chemie of energie) of van banken (door zware financieringen)) presteerden door hun hoge kwaliteit net zo goed als de Amerikaanse tegenhangers. De achterblijvende ontwikkeling van de eurozone is vooral een gevolg van het hogere percentage financiers (die ook nog eens veel slechter presteren dan hun Amerikaanse tegenhangers) in de eurozone en het hogere percentage cyclische waarden. Gelet op het relatief grote historische waardeverschil tussen value en groei den-

ken wij dat dit wel een goed moment is om value wat structureler te overwegen. Op zich geloven we dat de exposure naar deze specifieke vier factoren structureel moet zijn, maar het startmoment is wel degelijk van belang.

Rendemix

Wat verder ook een rol speelt is ons besluit om met onze klantoplossing Rendemix een volledig passieve belegging tegen zeer lage kosten aan te bieden. Deze passieve belegging is feitelijk een interne concurrent van actief beheer (waarvoor we hogere kosten rekenen) en om dan binnen een dergelijke actieve portefeuille passieve beleggingen aan te houden betekent dat de hogere kosten goed moeten worden gemaakt met het resterende actieve deel.

Uitgaande van een 50% passief, 50% actieve portefeuille en 0,7% kosten betekent dit dat op het actieve deel 1,4% extra rendement moet worden behaald om deze kosten goed te maken. En dan nog is het rendement gelijk aan de index. Een prestatie boven de index betekent al snel een alpha-doel van 2% en bij een tienjaarsrente die inmiddels 1% noteert is dat een absurde doelstelling. Een verdeling over multi-factorfondsen gecombineerd met actieve, geconcentreerde managers geeft een evenwichtiger verdeling van het risicobudget. Bovendien is het risico bij de zoektocht naar alpha dat je feitelijk meer beta koopt. De totale beta van de portefeuille bij alleen actieve managers kan dan ook vrij hoog liggen. Gecombineerd is er sprake van een betere verdeling.

Een ander argument is dat je automatisering en robotisering in de financiële

'GELET OP HET VERSCHIL TUSSEN WAARDE EN GROEI OVERWEGEN WE WAARDE GERICHT'

sector ook niet moet onderschatten. Smart beta is niet nieuw, maar de computers maken meer mogelijk. Als we de enorme informatiestroom combineren met toegenomen rekenkracht van computers, dan is er een geduchte concurrent ontstaan voor menselijke analyse. Helemaal uitsluiten kan je de menselijke factor niet. In economische modellen wordt vaak het aanpassingsvermogen van de mens onderschat, maar we weten ook dat de menselijke psychologie vaak de grootste vijand is van de mens als belegger. Computers kennen die emotie niet en daarmee zou geprofiteerd worden van dit irrationele gedrag van mensen.

Bescheidenheid

Gevaar blijft hier echter wel dat de assetmanager die de heilige graal heeft gevonden er tegelijk voor zorgt dat er een enorme toestroom is van middelen, waardoor het effect zal verdwijnen. Nu is dat niet het geval bij value en small caps. Als iedereen dezelfde value- of small cap-aandelen koopt is het simpelweg geen value of small cap meer door de gestegen koers, maar dat is niet het geval bij low beta. Daar zorgt een stabiele instroom niet alleen voor een hogere waardering, maar tegelijkertijd ook voor een relatief laag blijvende volatiliteit. Zeker omdat dit gedrag wordt gestimuleerd door het monetair beleid zijn we ten aanzien van de laatste factor wat terughoudend.

Tot slot: er is bij elk segment dat sterk groeit veel kaf onder het koren. Er wordt veel onzin geschreven en ook verkocht. De kunst is om daarin de goede strategieën te vinden en ook daar past enige bescheidenheid. Wij hebben nog niet alle antwoorden, moeten deels ook reageren omdat er zoveel over wordt geschreven en aangeboden.

Op dit moment onderzoeken we de mogelijkheden van uitbreiding van ons assortiment met multi-factorfondsen. We hopen daar voor het einde van het jaar meer invulling aan te kunnen geven. ■

HAN DIEPERINK IS CHIEF INVESTMENT OFFICER BIJ RABOBANK.



HAN DIEPERINK. FOTO: MARJIN ALDERS