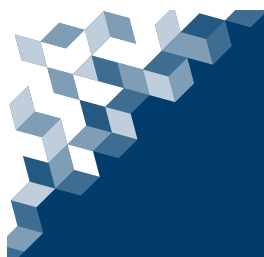


Intelligent Thinking

Investing in low growth markets



INTELLIGENT THINKING



Chris Wagstaff

Head of Pensions and Investment Education,
Columbia Threadneedle Investments

Niet alle actieve beheerders zijn gelijk - waar u op moet letten en waarom

Een van de grootste discussiepunten over actief beheer is de vaak gehoorde, maar onjuiste, bewering dat actief beheer na aftrek van kosten verliesgevend is. Dat zou betekenen dat als we ervan uitgaan dat de markt de optelsom is van alle fondsbeheerders van een bepaalde activaklasse, minder dan de helft winst boekt - na aftrek van kosten - en meer dan de helft verlies lijdt. Deze gedachte is natuurlijk het gevolg van het feit dat er steeds meer rotte appels in de mand van actief beheer zitten: speculerende beheerders met een lage overtuiging die tegen de indexen aanleunen en voor een benchmark-geleide 'beleggen om geen geld te verliezen'-aanpak kiezen, maar wel een vergoeding voor actief beheer in rekening brengen. Kortom, de ideale methode om een laag rendement te behalen en de portefeuille van een belegger in waarde te laten dalen.

Daarnaast zijn er ook beheerders die er niet in slagen om de capaciteitsgrenzen van de gekozen strategie te beheren en dankzij een hoog kortetermijnrendement bedolven raken onder inkomende cashflows. Hieruit blijkt hoe belangrijk het is om onderscheid te maken tussen beheerders die zich bewust zijn van de capaciteit van hun portefeuille en doodgewone activa-verzamelaars.

De heftige discussie over actief en passief fondsbeheer woedt nu al meer dan 50 jaar en heeft te lang in het teken gestaan van relatief rendement t.o.v. kosten, in plaats van de meer relevante vergelijking tussen kosten en toegevoegde waarde. Met andere woorden, het vermogen om een duurzame outperformance te leveren en de gewenste beleggingsdoeleinden te behalen.

Voor iedere belegger hangt de juiste combinatie van actief en passief beheer met name van de beleggingsfilosofie af (vooral wat betreft het functioneren van markten, de waardering van effecten en het belang van een goede spreiding), evenals zijn beleggingsdoeleinden, beheerbudget en risicobereidheid. Daarom draaien de relatieve voor- en nadelen van actief en passief beheer uiteindelijk om drie kernfactoren: de

mate waarin de markten efficiënt zijn; en indien dit niet het geval is, het vermogen van actieve beheerders om op duurzame en rendabele wijze de anomalieën op de markt te exploiteren, na aftrek van kosten; en het vermogen om de gewenste beleggingsdoeleinden te behalen.

Het hoofdargument dat voor actief beheer pleit is dat bij een variërende marktefficiëntie actieve beheerders in principe over de expertise beschikken om de markt te verslaan. De mate waarin het verwachte of gerealiseerde rendement van een actief beheerde portefeuille daadwerkelijk afwijkt van de benchmark wordt het actieve risico of tracking error genoemd. Hoe hoger de beoogde tracking error, hoe meer de fondsbeheerder geneigd is de benchmark te negeren. Hoe hoger de gerealiseerde tracking error, hoe meer de fondsbeheerder de benchmark genegeerd heeft. De informatieratio, die nauw verbonden is met de tracking error, is een maatstaf voor het risicogewogen rendement en is een manier om te meten in hoeverre een actief beheerder in staat is om anomalieën op de markt te exploiteren, of in ieder geval in hoeverre deze afwijking van de benchmark in een hoger rendement heeft geresulteerd. Maar het is in geen geval een doorslaggevende methode om de expertise van een beheerder te meten.

Een andere maatstaf is active share, wat een goed uitgangspunt is om vast te stellen hoe actief het beheer van een fonds is door te meten in hoeverre de samenstelling van de portefeuille afwijkt van de benchmark. Nogmaals, als een belegger wil vaststellen of de verkregen meerwaarde opweegt tegen de vergoeding die hij voor het actieve beheer heeft betaald, dienen de active share-cijfers in hun context te worden geplaatst en in combinatie met andere graadmeters (zoals de gerealiseerde tracking error en informatieratio) te worden gebruikt.

Er zijn veel aspecten die een rol spelen bij het behalen van een duurzame outperformance. Ook al kan geen enkele beheerder op grond van één factor of eigenschap als een ware deskundige worden aangemerkt, moet men bij het selecteren van een actief beheerder op de volgende kernfactoren, die allemaal met feiten onderbouwd kunnen worden, letten:

- vasthouden aan een beproefd en reproduceerbaar beleggingsproces dat een weergave is van de beleggingsfilosofie en de waardetoevoegende processen van de beheerder
- de drie C's toepassen: 'high conviction'-posities, 'contrarian' (tegendraads)/onafhankelijk denken en een hoge portefeuilleconcentratie
- een winnaarsmentaliteit hebben, die gewoonlijk tot uiting komt in een hoge active share en tracking error
- trouw blijven aan één enkele beleggingsstijl waarvan het succes al is bewezen, of trouw blijven aan een methode voor aandeleselectie waarmee op succesvolle wijze bepaalde stijkenmerken die aansluiten op de beleggingsdoelstellingen zijn toegepast
- een geduldige beleggingsaanpak hanteren (profiteren van de hogere voorspelbaarheid van koersen op lange termijn); een sterke verkoopdiscipline, waarvan de opbrengst naar nieuwe beleggingsideeën gaat en niet over de bestaande ideeën wordt verspreid; en de portefeuille-omzet in de gaten houden, gezien de mogelijk nadelige gevolgen van hoge transactiekosten voor het rendement
- ESG-factoren (Environmental, Social en Governance) laten meespelen, duurzame corporate governance en duurzaam en verantwoordelijk ondernemen en besturen ondersteunen, omdat ESG-factoren een steeds grotere rol gaan spelen bij de waardering van bedrijven
- passende beloningsstructuur voor management en medewerkers die aansluit op de belangen van de belegger
- En ten slotte de capaciteit om:
 - bij beleggingsbeslissingen gebruik te maken van interne macro- en micro-analyses
 - duidelijk aan te tonen hoe ideeën in portefeuilleposities worden omgezet
 - open te staan voor discussies en daarbij de samenstelling van de portefeuille daadwerkelijk in twijfel trekken

- irrationele gedragspatronen, met name groepsdenken, ongegrond vertrouwen en een afkeer van het innemen van verlieslatende posities, te herkennen en te beheersen
- de capaciteitsgrenzen van de gekozen strategie te erkennen
- zowel bij stijgende als dalende markten waarde te creëren
- risicobeheer centraal te stellen bij elk besluit.

Uit onderzoek blijkt dat als een bekwaam beheerder geïdentificeerd is, de beleggers geduld moeten hebben alvorens de expertise van de beheerder vruchten begint af te werpen. Beleggers gaan er maar al te vaak van uit dat een periode van laag rendement een teken van zwakker beheer is, terwijl de meest begaafde beheerder van tijd tot tijd een underperformance levert.

Hoewel het vaststellen van de ware capaciteiten van een fondsbeheerder een tijdrovende bezigheid kan zijn, is het zeker de moeite waard om beheerders aan de hand van de belangrijkste performance drivers op hun capaciteiten om een outperformance te leveren, te beoordelen. De beloning voor het selecteren van de beste beheerders, d.w.z. zij die een netto-outperformance op lange termijn leveren, kan namelijk een belangrijke niet-gecorrleerde bron van beleggingsinkomsten vormen. Om te ontkomen aan het perspectief van middelmatige rentabiliteit op lange termijn moeten we het zwaartepunt van de discussie over actief versus passief beheer verleggen naar de vraag hoe we kunnen weten of een beheerder in staat is om waarde (d.w.z. duurzame outperformance na aftrek van kosten) te creëren en dus de gewenste beleggingsdoelstellingen te halen.

Op www.columbiathreadneedle.com kunt u een exemplaar van het volledige onderzoeksrapport vinden.

Ga voor meer informatie naar columbiathreadneedle.com



Belangrijke informatie: Alleen voor intern gebruik door professionele en/of gekwalificeerde beleggers (niet te gebruiken voor of te overhandigen aan retailkanten). In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van beleggingen en de inkomsten ervan zijn niet gegarandeerd, kunnen zowel stijgen als dalen en worden mogelijk beïnvloed door wisselkoersschommelingen. Dit betekent dat een belegger het belegde kapitaal wellicht niet terug ontvangt. Dit materiaal is uitsluitend bedoeld ter informatie en vormt geen aanbod of uitnodiging tot het geven van een opdracht om effecten of andere financiële instrumenten te kopen of te verkopen, noch om beleggingsadvies of beleggingsdiensten te verstrekken. Het onderzoek en de analyses in dit document, door Columbia Threadneedle Investments opgesteld in het kader van haar eigen portefeuillebeheer, zijn voorafgaand aan publicatie wellicht reeds doorgevoerd en worden hier aanvullend beschikbaar gesteld. In dit document verstrekte meningen gelden vanaf de datum van publicatie maar kunnen zonder kennisgeving vooraf worden gewijzigd en mogen niet als beleggingsadvies worden beschouwd. Uit externe bronnen verkregen informatie wordt betrouwbaar geacht, maar de juistheid en volledigheid ervan kan niet worden gegarandeerd. Gepubliceerd door Threadneedle Investment Services Limited. Ingeschreven in Engeland en Wales onder nummer 3701768, Cannon Place, 78 Cannon Street, Londen, EC4N 6AG, Verenigd Koninkrijk. In het VK is ons vergunning verleend en staan wij onder toezicht van de Financial Conduct Authority. Columbia Threadneedle Investments is de wereldwijde merknaam van alle onderdelen van de groep Columbia en Threadneedle. columbiathreadneedle.com

Gepubliceerd op 07.15 | Geldig tot 12.15 | J23665