

BELEGGEN MET DE BESTE BEHEERDERS

DE FEITEN SPREKEN VOOR ZICH



Door: Jan Verhoeven van De Weygerbergen Vermogensbegeleiding

Wat zegt het u als u ziet dat een beheerder voor u een rendement heeft gemaakt van plus zeven procent: Is hij deskundig of is hij dat niet? De vraag die zich stelt is hoe men weet of een beheerder het goed of juist niet goed heeft gedaan.

De prestaties van de vermogensbeheerder

Dit kan door de performance te toetsen aan de prestatie van de markt. In de praktijk geschiedt dit voor de diverse onderdelen waaruit de portefeuille is samengesteld. Bij een hele positieve ontwikkeling van de markt is een performance van zeven procent niet goed. Anderzijds kan een lage performance van bijvoorbeeld twee procent een uitstekend resultaat zijn. Dit is bijvoorbeeld het geval als de markt zich negatief beweegt. U toetst in feite de deskundigheid van de beheerder en maakt op deze wijze gefundeerde vergelijkingen.

De markt is in deze zin de AEX voor Nederlandse aandelen, de Bel 20 voor de Belgische beurs, Europa heeft zijn Eurostock 50, de Verenigde Staten de Dow Jones, Nasdaq of Standard & Poors en Japan natuurlijk de Nikkei. Beleggingsresultaten relateren aan die van de markt heet met een duur woord benchmarking. Niet alleen aandelen komen hiervoor in aanmerking, ook obligaties, hedgefonds, onroerend goed en zelfs liquiditeiten. Zo weet u dat een jaarperformance van plus zeven procent goed is of ronduit slecht. Elk percentage is relatief te beoordelen ten opzichte van de prestatie van de markt als geheel.

Het is zaak de beheerder scherp te houden. Bij voortdurend achterblijvende resultaten hoeft u niet altijd van bank of beheerder te veranderen. Een mogelijkheid is dat u met de bank de te volgen beleggingsstrategie nader onder de loep neemt. Bijvoorbeeld kan dit door het beleggen via beleggingsfondsen en het proces van rebalancen. Een strategie waarmee u mogelijk het rendement op peil krijgt en tevens continuïteit aanbrengt in uw relatie met de bank.

Beleggingsfondsen

Het is mogelijk de markt te verslaan, dit in bescheiden mate en zonder dat extra risico wordt gelopen. Alle bancaire research is namelijk op dit proces gericht. Indien echter wordt geconstateerd dat portefeuilles met individuele waarden achterblijven bij de relevante indexen, dan kunnen beleggingsfondsen uitkomst bieden. Deze worden voortdurend qua prestatie met elkaar en met de markt vergeleken. De goede beheerders komen in de loop der jaren bovendien. Is het wel een sexy wijze van beleggen? Misschien niet, het is echter het resultaat dat telt.

Door de concurrentie en de open wijze van vergelijking van beleggingsresultaten worden fondsen vaak op uiterst professionele wijze beheerd, garanderen ze een voldoende spreiding en bogen ze op gespecialiseerde beheerders voor de diverse onderdelen. Ze zijn het visitekaartje van een instelling en moeten zich wel bewijzen. Als een goede selectie wordt gemaakt over meerdere beheerders in verschillende onderdelen (bijvoorbeeld aandelen Europa, aandelen Verenigde Staten, obligaties in Euro, etc.) dan wordt het risico verminderd.

Hoe weten we nu welke fondsen goed zijn en welke niet? Met andere woorden: waarom is het zo belangrijk om de juiste beheerder te kiezen? Het antwoord is simpel in zijn eenvoud: het maakt heel veel uit wie aan de knoppen van de beleggingsbeslissingen zit.

Een studie van
Quartz Investments uit 2004
komt tot de volgende uitkomsten:

	categorie	beste fonds	slechtste fonds	verschil beste/slechtste
Aandelen Europa	-16,54	51,79	-53,01	104,80
Aandelen Amerika	-24,43	73,56	-73,05	146,61
Aandelen Japan	-33,60	-6,99	-53,04	46,05
Aandelen Emerging Markets	2,13	77,05	-17,01	94,06
Aandelen Internationaal	-25,91	33,09	-76,40	109,49
Obligaties Europa	26,37	40,33	16,22	24,11
Obligaties Amerika	18,20	31,44	4,25	27,19
Obligaties Internationaal	21,66	40,91	0,16	40,75
Liquiditeiten	15,04	18,46	11,24	7,22

resultaten in procenten genomen over een periode van vijf jaar

Per categorie zijn niet alle resultaten volledig vergelijkbaar, doordat er verschil is in het beleggingsbeleid. De kunst is om uitgaande van een vergelijkbaar beleid doorlopend de beste performers te selecteren. Natuurlijk is het zo dat het verleden geen garantie biedt voor de toekomst, doch het verleden zegt wel iets over de kwaliteit van de beheerders. In bijlage is voor twee van in de tabel genoemde categorieën een aantal beheerders met elkaar vergeleken, waarbij de weergegeven fondsen in dezelfde categorie zijn geselecteerd op basis van een vergelijkbare beleggingsdoelstelling. De feiten spreken voor zich en zijn soms verrassend. De uitdaging is om uit de diverse selectielijsten de beste beheerders te nemen. Per categorie kunnen bijvoorbeeld ter verdere spreiding van het risico drie beheerders worden geselecteerd. Voor de toekomst wordt tevens nagegaan of de beheerde fondsen niet wisselen van beheerder. Als er bijvoorbeeld een team wordt weggekocht dan zullen de prestaties uit het verleden anders worden beoordeeld, met alle gevolgen van dien. In de uiteindelijke afweging wordt aan de hand van de grootte van de uitslagen ook nog eens gekeken naar het genomen risico. Zijn deze uitslagen groot dan zal een fonds, ondanks een goede performance, niet voor opname in de portefeuille in aanmerking komen.

Het interessante aspect is dat veel banken en vermogensbeheerders zich meer en meer openstellen om naast het eigen beleggingsbeleid ook fondsen van excellente beheerders in de portefeuilles op te nemen. Het Dutch Securities Institute moedigt dit proces aan door te stellen dat de cliënt hiermee op een meer onafhankelijke wijze wordt bediend. Doordat banken voor de gespecialiseerde beheerders een interessante tegenpartij vormen, worden de in bijlage weergegeven in- en uitstapvergoedingen in de praktijk flink gereduceerd, soms zelfs tot nihil.

Het is dus niet nodig om van bank of beheerder te veranderen. Door de belegger de keuze te geven haalt de bank het beste in zichzelf naar boven.

Rebalancing

De meest bekende beleggingscategorieën zijn aandelen en obligaties. Het aan de zijlijn blijven staan, het vermogen liquide houden, is ook een vorm van beleggen. Rechtstreeks, via gezamenlijke projecten of via beleggingsfondsen is deelname mogelijk in onroerend goed. Minder bekend, doch daarom niet minder interessant, is de categorie "absoluut rendement", waarvan de hedgefondsen het meest bekende onderdeel vormen.

Een spreiding over deze vermogensvormen voorkomt dat alle eieren in één mand worden gelegd. Belangrijk is hierbij dat de assets niet allemaal hetzelfde bewegen. Als aandelen en obligaties tegelijk en in dezelfde mate omhoog en omlaag gaan, is er geen onderscheid meer. De correlatie tussen de verschillende objecten dient bij voorkeur laag te zijn.

Optimix Vermogensbeheer geeft in haar brochure ter introductie van het Vermeer Multi Strategy Fund de op basis van informatie van Bloomberg verkregen vergelijkingen tussen de diverse categorieën. Onderstaand een vergelijking over de periode 1990-2002, waarbij de Sharpe ratio het rendement per eenheid gelopen risico aangeeft (hoe hoger hoe beter):

	<i>gemiddeld rendement</i>	<i>beste jaar</i>	<i>slechtste jaar</i>	<i>Sharpe ratio</i>
S&P500 Aandelenindex VS	9,70%	37,10% (1995)	-22,00% (2002)	0,30%
CBS Aandelenindex Nederland	10,30%	47,20% (1993)	-32,80% (2002)	0,20%
Hedge Fund Index (HFRI en CSFB Tremont)	14,00%	32,20% (1991)	-5,40% (1994)	1,10%
Staatsobligaties Nederland	8,10%	19,00% (1995)	-5,30% (1994)	0,70%
Driemaands deposito (gulden/euro)	5,30%	9,70% (1992)	2,30% (1996)	0,00% (risicovrij)

Door een spreiding te hanteren wordt het portefeuilleresultaat evenwichtiger over de jaren verdeeld en neemt de Sharpe ratio toe. Een verdere spreiding is aan te brengen door binnen de vermogenscategorieën een verdeling te maken. Bij obligaties kan dit bij voorbeeld door de lossingen te laten vallen in meerdere jaren. Aandelen zijn te spreiden naar regio, bedrijfstakken, groot en minder groot (large versus small caps) etc. Op het vlak van hedgefunds bestaat de mogelijkheid om de verschillende strategieën te benaderen via een fund of funds.

Rebalancing van een effectenportefeuille gaat uit van het op gestructureerde basis laten renderen van het vermogen vanuit een vooraf vastgestelde risicoperceptie.

Er vindt spreiding plaats over de diverse vermogenscategorieën volgens vastgestelde percentages. Als voorbeeld zou kunnen gelden:

aandelen	25 procent
vastrentende waarden	50 procent
onroerend goed	10 procent
absoluut rendement	10 procent
liquiditeiten	5 procent

Door telkens afwijkingen van bijvoorbeeld 2,5 procent ongedaan te maken (te rebalancen) ontstaat een anticyclisch beleid, waarbij per saldo op relatief dure momenten wordt verkocht en op relatief goedkope momenten wordt gekocht. Stel dat de aandelen het goed doen, dan zal hun waarde steeds zwaarder meewegen in de portefeuille en zullen volgens dit principe aandelen worden verkocht en waardepapieren in de andere vermogenscategorieën worden aangekocht. De op deze wijze verkregen meerwaarde ten opzichte van de markt (verdeling 25, 50, 10, 10 en 5) kan zich langzaam uitbouwen, niettegenstaande dat de markt als geheel zich tijdelijk negatief kan bewegen. Doordat de correlaties tussen de vermogenscategorieën onderling niet perfect zijn en in sommige gevallen zelfs laag (absoluut rendement ten opzichte van aandelen en obligaties) wordt het effect van grote uitslagen zowel positief als negatief afgezwakt.

In plaats van bij bepaalde afwijkingen kan rebalancing eveneens op bepaalde vooraf vastgestelde tijdstippen geschieden. Het proces is het best te ondersteunen met een programma, waarbij de resultaten worden getoetst aan de relevante indexen.

Raamwerk en invulling

Professioneel wordt met een portefeuille omgegaan, indien het raamwerk in stand wordt gelaten en het door de zichzelf bewezen specialisten wordt ingevuld. De bank is in deze zin behulpzaam met het opzetten van het raamwerk, het onderhouden van de structuur en bij de selectie van de beste beheerders. In de bijlage wordt op twee (van in totaal 15 door Weyerbergen in kaart gebrachte) onderdelen een overzicht gegeven van die fondsen die tot de beste in de sector behoren op basis van een historie van bijna drie jaar. Het betreft een verdeling over acht aandelencategorieën, onroerend goed en drie blokken van obligaties. Telkens worden vanaf januari 2001 de performances vergeleken. Hierbij is gebruik gemaakt van de informatie van het gerenommeerde onderzoeksbureau Morningstar. Deze selectie is aangevuld met fondsen die oorspronkelijk in de portefeuilles van mijn relaties bij banken en beheerders zijn aangetroffen en fondsen die in beleggingsvoorstellen aan hen door deze financiële partijen zijn opgenomen. De selectie heeft echter niet de pretentie volledig te zijn. Dat is niet de bedoeling van deze beschouwing. Wel is in de uitgebreide versie van deze studie is het risicoaspect meegenomen en wordt de continuïteit in het beheer getoetst.

Het proces van rebalancen samen met de invulling door uitstekende fondsbeheerders vormt een goede manier om om te gaan met de beleggingsportefeuille.

Een spreiding over de beste fondsen kan geschieden via zogenaamde dakfondsen, dat zijn fondsen die in beleggingsfondsen beleggen. Volgens een studie van de Luxemburgse fondsenadviseur Fund Market hebben zuivere dakfondsen een meerwaarde over drie jaar van 650 basispunten of bijna 2,2 procent per jaar. Dit is exclusief een jaarlijkse meerkost van circa 0,75 procent.

Deze laatste wordt voorkomen door bij de bank rechtstreeks een dergelijke spreiding aan te brengen. De meerwaarde staat dan nog los van het rebalancing effect en gaat gepaard met een gematigder risicoprofiel.

Het beschreven proces is echter niet de enige weg naar Rome en is zeker niet de juiste voor mensen die persoonlijk betrokken zijn bij het wel en wee van de ondernemingen waarin ze beleggen of voor hen die meer tradinggezind zijn. Een dergelijke werkwijze geeft echter rust aan de beleggingsportefeuille, de belegger meet zich met de professionelen onder ons en het laat de persoonlijke emoties niet toe zich met de beleggingen te bemoeien. Voorwaar een eerste winst! En dat is toch waar het op aankomt in beleggingsland.

Fonds	Perf. t.o.v. Index	Aankoop Maximum	Verkoop Maximum	Spread Maximum	Management Fee
ING (L) Invest Euro High Dividend P Inc	29,93	3,0	0,0	0,0	1,20
Fidelity Funds- European Growth A Inc	25,03	5,25	0,0	0,0	1,50
Schroder ISF Euro Equity A Acc	14,91	4,0	0,0	0,0	1,25
Schroder ISF Euro Equity B Inc	13,13	0,0	0,0	0,0	1,25
PAM Equities Euroland Inc	9,74	3,0	0,0	0,0	0,70
Orisis Active European Equities Acc	9,08	1,5	0,0	0,0	0,70
JPMF Euroland Equity A Inc	7,74	5,0	0,0	0,0	1,25
AXA Aandelen Euro	0,16	0,0	1,0	1,5	0,96
Henderson Horizon Cont Eur Eq. F. A2 Acc	-4,08	5,0	0,0	0,0	1,20
Comgest Growth Europe Acc	-10,38	5,0	0,0	0,0	1,50
Categorie gemiddelde	4,43				
Bron: Morningstar					

De performance is genomen vanaf januari 2001. Het betreft de totale extra performance, dat wil zeggen bovenop die van de index. De instap- en uitstapkosten zijn maximumpercentages, vaak zijn deze onderhandelbaar. Veelal komt het voor dat ze worden vervangen door de normale effectenprovisie van de bank.

De spread is het maximum van de afwijking ten opzichte van de intrinsieke waarde van het fonds zoals die wordt gehanteerd bij het bepalen van de afdite- en inkoopkoersen. In de laatste kolom is de jaarlijkse beheerfee gegeven. De weergegeven performances zijn netto, dat wil zeggen na aftrek van deze beheerfee.

Fonds	Perf. t.o.v. Index	Modified Duration	Aankoop Maximum	Verkoop Maximum	Spread Maximum	Management Fee
PAM (L) Bonds Universalis B Acc	21,18	4,6	3,0	0,0	0,0	0,75
Van Lanschot Global Bond Fund	17,74	5,2	1,5	1,5	0,0	0,84
Oppenheim Rentestrategie L Acc	11,49	5,3	3,0	0,0	0,0	0,90
Rorento	5,60	5,0	0,4	0,4	0,5	0,70
Categorie gemiddelde	3,12	4,0				
Bron: Morningstar						

Interessant is dat bij de obligaties ook de modified duration is opgenomen. Dit geeft de rentevoeligheid van de vastrentende portefeuilles weer. Een getal van zes betekent dat bij een stijging van de rente met één procent de waarde van de beleggingen met zes procent daalt.

De gemiddelde marktportefeuille heeft momenteel een duration van circa 4,75. Denkt men dat de rente gaat stijgen dan is het van belang de modified duration laag te houden. Dit kan ondermeer door veel kortlopende obligaties op te nemen. Zeker iets om in deze tijd in de gaten te houden.

Bron: De Weygerbergen, een onafhankelijk adviesbureau dat vermogende particulieren, stichtingen en pensioenfondsen in Nederland en België begeleidt in hun contacten met financiële instellingen en overige dienstverleners. Het volledige prestatie-onderzoek Fondsen is op te vragen via www.veygerbergen.com of 014-557539