

TIJD VOOR ACTIEF BELEID

Door Roelof Salomons

U voedt uw kinderen niet passief op, toch? Waarom kiest u dan wel voor passief bij het beheer van uw portefeuille? Vanwege te hoge kosten? Daar heeft u een punt. Omdat actieve managers achterblijven bij de index? Weer een punt. En omdat er vaak zoveel namen in een portefeuille zitten dat je net zo goed de hele index kan kopen? Oké, 3-0 voor u. Actief beheer staat onder druk. En de gemiddelde actieve manager heeft moeite om het beter te doen dan een indexfonds. Zeker na kosten. En toch gaat dit artikel een lans breken voor actief beleid.

Er zijn wel degelijk managers met kunde (skills, alpha) en er zijn zeker extra rendementen te behalen. Theorie raakt hier aan de praktijk. Bernstein stelde al in 2003 dat in een wereld met lage verwachte rendementen de noodzaak voor actief beleid toeneemt. Tijdens de jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw maakte één procentpunt extra rendement niet zoveel uit. Dat viel in het niet bij de toch al hoge rendementen. Markten waren vergevingsgezind. Nu kan dat ene punt het verschil maken tussen indexatie of bijstorten. Maar niet zonder risico.

DE ZOEKTOCHT NAAR ALPHA

De zoektocht naar extra rendement is van alle tijden. En u zult zelf uw best moeten doen. Zelfs als we de rendementen kennen, is het achteraf nog lastig om te bepalen of een manager echt goed was. Nam hij meer risico? Had hij exposure naar een bepaalde stijl die het rendement verklaart? Of had hij gewoon geluk?¹ Als het achteraf al moeilijk is, dan is het vooraf bepalen écht een kunst en minder een wetenschap. Hoewel er ook daar wel enige handvatten zijn, zoals een goed beschreven beleggingsfilosofie (Minahan, 2006), co-investments, een platte organisatiestructuur, academische achtergrond en active share (Jones en Wermers, 2011).

In dit artikel wordt specifiek voortgeborduurd op een studie van Cremers en Petajisto (2009) en het concept 'active share'. In de meeste opleidingen is het inmiddels verplichte stof en heeft het de praktijk bereikt, al is het maar omdat de toezichthouders het begrip hebben omarmd. En terecht.

HET ONDERZOEK

Simpel gesteld is active share niet anders dan een maatstaf die aangeeft in hoeverre de manager afwijkt van de index. Waar een tracking error kijkt naar de verschillen in de rendementen, kijkt active share naar de verschillen tussen de individuele posities.

Beide maatstaven meten dit af tegen een index, maar zijn toch verschillend.

In dit onderzoek gaan we in op de relatie tussen active share en de toegevoegde waarde (excess returns) van aandelenmanagers versus de index. De analyse is opgesplitst in twee onderdelen: 1) excess returns en active share, en 2) risico (absoluut en relatief) van de strategie in relatie tot active share.

De data voor deze studie zijn uitgevoerd op basis van Mercer's Global Investment Manager Database en zijn beperkt tot strategieën waarvan ten minste 10 jaar aan data beschikbaar is. Uiteraard moeten er voor meerdere kwartalen individuele posities beschikbaar zijn. Uiteindelijk beschouwen we aandelenmanagers die zich richten op wereldwijde indices, de VS, internationaal (exclusief de VS) en opkomende markten en limiteren we de analyse tot een 10-jaars periode die eindigt op 30 juni 2018². Voor de analyse groeperen we strategieën op basis van active share in quintielen.

ANALYSE

De resultaten zijn helder en laten zien dat – gemiddeld genomen – de managers met de hoogste active share meer waarde toevoegen dan managers met de laagste active share en de mediane manager. Dit geldt voor iedere regionale strategie. Het



Roelof Salomons

Figuur 1: Active Share

ACTIVE SHARE					
Rendement	Q1 (laag)	Q2	Q3	Q4	Q5 (hoog)
Global	7.1	6.9	6.9	7.7	9.0
Internationaal	3.9	4.0	4.3	5.2	5.7
Opkomend	3.5	2.8	3.3	3.6	4.9
VS core	10.5	10.4	10.3	9.9	11.1
VS groei	9.4	9.6	9.7	9.3	9.8
VS value	11.2	11.3	11.2	11.2	12.4
Volatiliteit	Q1 (laag)	Q2	Q3	Q4	Q5 (hoog)
Global	16.2	16.2	16.5	16.5	17.0
Internationaal	18.2	18.3	18.0	17.8	17.7
Opkomend	22.3	22.6	22.2	21.9	21.4
VS core	15.0	15.0	15.0	15.2	15.2
VS groei	15.4	15.7	15.5	15.5	17.0
VS value	14.8	15.3	15.7	15.8	16.1
Tracking error	Q1 (laag)	Q2	Q3	Q4	Q5 (hoog)
Global	2.4	3.9	4.5	5.4	6.7
Internationaal	2.6	3.8	4.4	4.9	5.6
Opkomend	3.0	4.2	4.3	5.1	6.6
VS core	2.3	2.9	3.2	4.1	5.7
VS groei	2.8	3.7	3.9	4.4	6.3
VS value	2.8	3.2	3.7	4.2	5.6

Bron: Mercer

moet wel gezegd worden dat het verschil in performance tussen de Q1 en Q5 manager per regio varieert. Zo is er in de VS maar een beperkt verschil, terwijl het verschil in opkomende markten en voor wereldwijde managers veel groter is.

Een cruciale vraag die gesteld moet worden, is of de fondsen met een hogere active share de betere performance leveren doordat ze meer risico nemen. Om die vraag te beantwoorden, analyseren we de volatiliteit en de tracking error binnen de quintielen.

De resultaten voor de relatieve volatiliteit (gemeten als tracking error) suggereren dat de managers met de hoogste active share ook een hogere tracking error hebben dan die met een lage active share. De dispersie van de tracking error is echter groot. Er zijn managers met een hoge active share die toch een net zo lage tracking error hebben als managers met een lagere active share (Q2 en Q3). En er zijn managers met een lage tracking error die toch een hoge active share hebben. Dit resultaat is niet verrassend en is in lijn

met originele observaties van Cremers en Petajisto.

In termen van absolute volatiliteit (gemeten als standaarddeviatie) zien we dat fondsen met een hoge active share geen hogere volatiliteit hebben. In sommige gevallen ligt deze zelfs lager. De conclusie is daarom dat de toegevoegde waarde van managers met een hogere active share niet komt door het nemen van meer risico. De information ratio van de hoge active share managers is beter dan die van managers met een lage active share.

CONCLUSIE

De data laten zien dat managers met een hoge active share betere resultaten leveren dan die met een lage active share. Die uitkomst blijft hetzelfde als er wordt gecorrigeerd voor het genomen risico. Met markten die onder druk staan en de zoektocht naar extra rendement die aanhoudt, is het goed om actief beleid nog eens op zijn merites te beoordelen. Kritiek op actief beheer is niet nieuw en vaak terecht. Veel managers blijven achter, zijn nauwelijks onderscheidend

ten opzichte van een index en vragen een forse vergoeding. Dit artikel laat zien dat er ook andere mogelijkheden zijn en dat die zoektocht naar een werkelijk actieve manager de moeite waard is.

Data voor dit onderzoek zijn beschikbaar gesteld door Mercer en conclusies zijn beschreven op: <https://www.mercer.com/our-thinking/wealth/active-share.html> «

REFERENTIES

- Buffett, W. (1984). The superinvestors of Graham-and-Doddsville. Columbia Business School Magazine, pp. 4-15. Reprinted by Hermes.
- Cremers, M. & Petajisto, A. (2009). How active is your fund manager? A new measure that predicts performance. Review of Financial Studies, 22(9), 3329-3365.
- Jones, R. & Wermers, R. (2011). Active management in mostly efficient markets. Financial Analyst Journal, 67(6).
- Minahan, J. (2006). The role of investment philosophy in evaluating investment managers: A consultant's approach on distinguishing alpha from noise. The Journal of Investing, 15(2), 6-11.

- 1 Warren Buffett (1984) beschreef het zeer treffend als een imaginaire wedstrijd waarbij mensen in verschillende rondes moesten raden of een muntstuk op kop of munt zou landen. Als de groep maar groot genoeg is, is er altijd een subgroep die na tien rondes succesvol blijkt. Als deze subgroep volledig willekeurig is, dan roept het geen vragen op. Maar als deze mensen een grote gemene deler hebben, moet er verder gekeken worden.
- 2 Omdat deze periode een bull markt beschrijft, hebben we de data voor wereldwijde managers ook geanalyseerd voor de periode die eindigt in 2008. De resultaten zijn robuust. Helaas hebben we voor andere managers niet de luxe van deze lange analyseperiode.

- In tijden met lage verwachte rendementen is actief beleid extra belangrijk;
- Veel actieve managers presteren teleurstellend, zijn niet onderscheidend en vaak duur;
- Echt actieve managers, met een hoge active share, bestaan echter wel.

Dit artikel is geschreven door Roelof Salomons (Bijzonder) Hoogleraar Beleggingstheorie en Vermogensbeheer aan de Rijksuniversiteit Groningen en Strategisch Adviseur bij Mercer.