

Actief beheer van Europese obligatieportefeuille is schadelijk voor het rendement

Rik Albrecht, CFA
Februari 2007

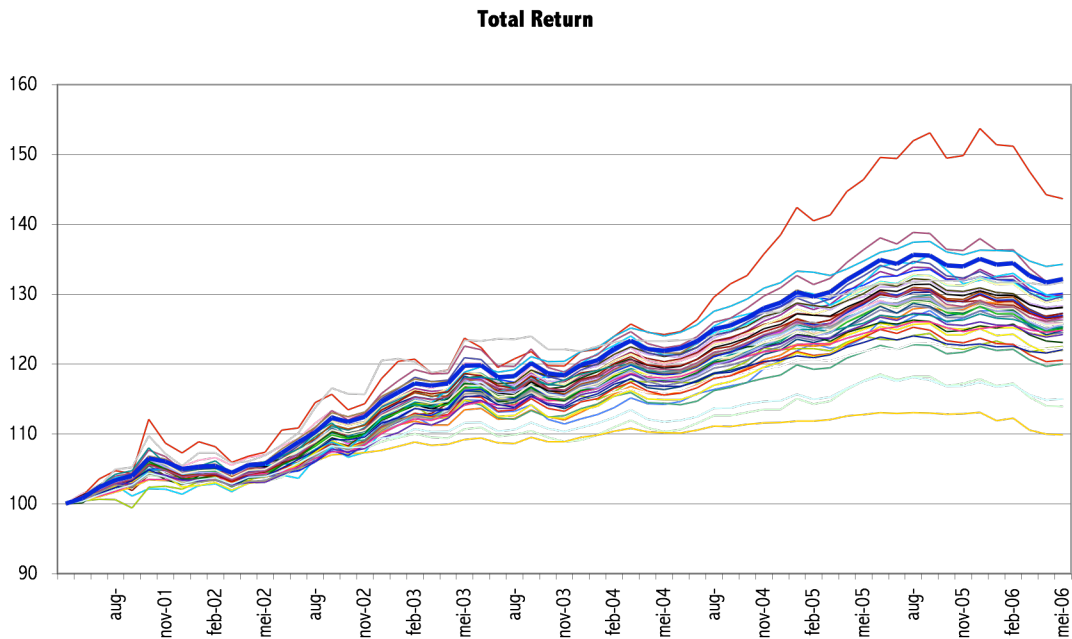
“Tweederde van de actief beheerde portefeuilles doet het slechter dan de marktindex. En de fondsen die het wel beter doen dan de markt, doen het niet consistent beter.” Dat is de algemene teneur die naar boven komt uit het onderzoek van wetenschappers zoals Sharpe, Klemkosky, Samuelson en Ehrbar. Dergelijk onderzoek is meestal gebaseerd op aandelen en op de Amerikaanse markt. Voor de Nederlandse pensioenfondsen is echter de Europese obligatiemarkt van groot belang. Daarom komt in dit artikel het nut van actief beheer van Europese obligaties aan bod door middel van de volgende vragen:

- Verslaan actief beheerde beleggingsfondsen voor Europese obligaties de marktindex gecorrigeerd voor risico?
- Zijn de resultaten consistent in de tijd?
- Is er een relatie tussen de beheersvergoeding en het resultaat?

Om deze vragen te kunnen beantwoorden is een database van zo'n zestig fondsen opgezet met rendementen over een periode van zestig maanden. Als marktindex is gekozen voor de iBoxx Euro Overall index aangezien deze index de gehele markt weerspiegelt van staats- tot bedrijfsobligaties. Het gebruik van deze brede index maakt het mogelijk om te meten in welke mate het zin heeft om het fonds te concentreren op bijvoorbeeld een bepaalde sector of looptijd en daarmee diversificatie voordeel te laten liggen. Om een redelijke vergelijking te kunnen maken is het rendement van de index verlaagd met 0,30% omdat de beheersvergoeding van een indexfonds ongeveer zoveel kost.

Om het antwoord op de eerste vraag te vinden is gebruik gemaakt van de kengetallen: informatie ratio, Treynor ratio, Sharpe ratio, Jensen alpha en de Fama attributie. Hoewel dit allemaal verschillende manieren zijn om het behaalde resultaat te beoordelen, hebben ze één overeenkomst; ze beoordelen het rendement ten opzicht van het risico.

In dit onderzoek zijn beleggingsfondsen gebruikt omdat de historische reeksen daarvan gemakkelijk beschikbaar zijn. Beleggingsfondsen zijn typische consumentenproducten. Deze fondsen hebben een beheersvergoeding van gemiddeld 0,80%. Institutionele beleggers kunnen wellicht lagere kosten bedingen voor een actief beheerde portefeuille en zeker voor een indexportefeuille. Echter, de conclusies van dit onderzoek zijn even goed van toepassing op institutioneel beheerde portefeuilles.



Grafiek 1

Een snelle blik op grafiek 1 laat zien dat de overgrote meerderheid achterblijft bij de dikke blauwe lijn van de marktindex. Dit beeld wordt bevestigd door de kengetallen. Bijvoorbeeld, de gemiddelde alpha is $-1,02\%$ en gemiddelde informatie ratio is $-1,06$. Beide zijn statistisch zeer significant. Maar ook de andere kengetallen wijzen dezelfde kant op: de fondsen presteren significant slechter dan de marktindex.

Hoe zit het dan met die paar fondsen die het beter doen? De rode lijn in grafiek 1 stelt het 'Fortis L Fund-Bond Long Euro' voor die de index versloeg met een indrukwekkende alpha van $1,83\%$. Ondanks de even indrukwekkende tracking error is de informatie ratio toch nog $0,45$ en die is ook nog eens statistisch significant. Als we het zo bekijken heeft dit fonds dus een goede prestatie geleverd. Hoe werd deze behaald? Het geheim achter dit succes is een hoger risico. Zoals de naam al impliceert belegt dit fonds in langlopende obligaties met een hoge duratie (lees: rente risico) wat ook tot uiting komt in de hoge beta van $1,75$. Dit fonds heeft dus een hoog risico en reageert veel sterker op markschommelingen dan de index. Dit fonds zal het vooral goed doen als de rente daalt. Obligaties met een lange looptijd hebben een verhoogd risico en dus ook een verhoogd verwacht rendement. Logisch dus dat dit fonds een 'alpha' behaalt; zou je denken. Maar om een goede beoordeling te kunnen maken moet het resultaat van het fonds worden gecorrigeerd voor risico. Dit is precies wat de Sharpe ratio, Treynor ratio, Jensen alpha en Fama attributie doen.

Bij nadere beschouwing verdampert de alpha tot een statistisch insignificant niveau. Bijvoorbeeld: de Jensen alpha is $-0,46\%$ met een T-waarde van $0,55$, waar tenminste 2 behaald zou moeten worden om enige zeggingskracht te hebben. De conclusie is dus dat het extra rendement van $1,83\%$ een beta is, vermomd als alpha. Met andere woorden, het rendement van dit fonds kan geheel verklaard worden door het hogere

marktrisico (beta) en niet door actief beheer (alpha). Niet één van de 61 fondsen levert overtuigend bewijs dat de marktindex verslagen kan worden.

Consistentie van de resultaten

De tweede vraag is of de resultaten consistent zijn in de tijd. Met andere woorden: zeggen resultaten uit het verleden iets over de toekomst? In de kleurenkaart heeft ieder fonds een eigen kleur gekregen en vervolgens zijn de fondsen in de jaren 2001 tot en met 2006 gerangschikt naar informatie ratio waarbij het fonds met de beste score steeds bovenaan staat. De meeste mensen zullen moeite hebben om een patroon te ontdekken in de kleurenkaart. Alleen de groene kleur (hetzelfde Fortis L Fund – Bond Long Euro) verschijnt de helft van de tijd op de eerste plaats om in het laatste jaar naar de zestigste plaats af te dalen. Een formele berekening van de correlatie laat zeer lage (doch positieve) waardes zien die bovendien per jaar behoorlijk verschillen. De conclusie is dus dat in het verleden behaalde resultaten geen garantie zijn voor de toekomst.

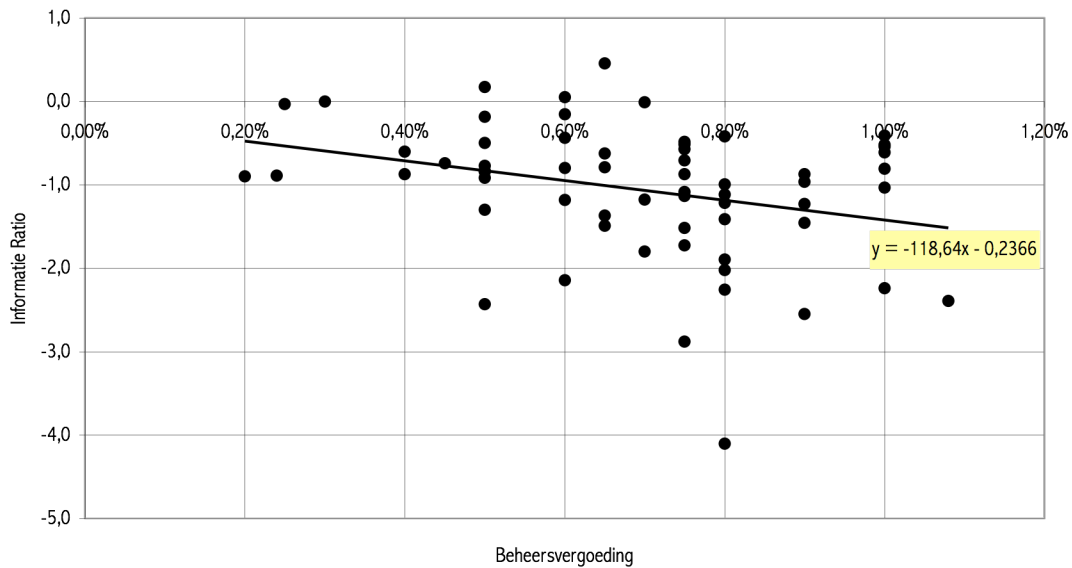
Kosten

Ten slotte resteert de vraag of er een relatie is tussen de beheersvergoeding en het resultaat. De klant betaalt de fondsbeheerder een vergoeding in de hoop daar een bovengemiddeld resultaat voor terug te zien. A priori wordt dus een positief verband verwacht tussen kosten en resultaat. Grafiek 2 geeft precies deze relatie weer. In tegenstelling tot de aanname, is er in de praktijk een significant negatief verband tussen resultaat en kosten. Dit betekent dat hoe hoger het beheersvergoeding is dat betaald wordt, hoe lager het resultaat van het fonds is.

Samenvattend is er op basis van dit onderzoek geen enkele reden om een Europese obligatieportefeuille actief te beheren omdat de actief beheerde obligatiefondsen niet in staat zijn om het – gecorrigeerd voor risico – beter te doen dan de markt index. Bovendien zijn de resultaten niet consistent in de tijd en wordt het resultaat lager naar mate er meer beheersvergoeding wordt betaald.



Performance en Beheersvergoeding



Conclusie

Ondanks de waarde van een grondige statistische analyse kan bovenstaande conclusie ook getrokken worden op basis van logisch redeneren. Zoals Nobelprijswinnaar Sharpe reeds redeneerde is het rendement van de marktindex het gemiddelde van de markt en dus het gemiddelde van het rendement van alle actieve (en passieve) beleggers voor kosten. Het netto rendement van de actieve beleggers wordt echter gedrukt door kosten. Het rendement van de gemiddelde actieve belegger is dus altijd lager dan dat van de marktindex. Maar dat is gemiddeld. Er zullen altijd fondsen zijn die het ook na kosten nog steeds beter doen dan de markt. Probleem is echter dat niemand weet welke dat precies zullen zijn.

Beleggen is dus net als amateur-tennis¹ een 'loser's game' zoals Charles D. Ellis zei omdat je als belegger nu eenmaal kosten maakt en dus bij voorbaat op achterstand staat ten opzichte van de marktindex. Om een goed rendement te halen moet de aandacht dus uitgaan naar kostenbeheersing. Op grond van bovenstaande analyse mag het duidelijk zijn dat het zinloos is om een beheersvergoeding te betalen voor actief beheer. Slimmer is het om met de portefeuille een obligatie-index te volgen van bijvoorbeeld staats- en/of bedrijfsobligaties. Nu ligt het echter voor de hand dat zo'n index een andere duratie heeft dan het pensioenfonds. Bovendien is het ondoenlijk om alle 1700 regels van bijvoorbeeld de iBoxx Euro Overall index te volgen. Dit hoeft echter geen belemmering te zijn voor een indexstrategie. Door middel van stratified sampling is het heel goed mogelijk om een tracker portfolio te bouwen die enerzijds de samenstelling van de marktindex zo goed mogelijk volgt en anderzijds de gewenste

¹ Wie met amateur-tennis wil winnen kan het beste de bal zo lang mogelijk in het spel houden en wachten tot de tegenpartij de bal in het net slaat. Pogingen om de tegenpartij te snel af te zijn geven een te grote kans om zelf de bal uit te slaan. Geef liever de ander de kans om die fout te maken.

duratie met slechts een handvol obligaties. Hoe de portefeuille ook precies wordt samengesteld, centraal staat dat er geen onnodige kosten worden gemaakt voor actief beheer, wat eerder kwaad dan goed doet, en dat optimaal gebruik wordt gemaakt van diversificatie.

R. Albrecht, CFA (1970) is werkzaam als Senior Portfolio Manager bij DBV Levensverzekeringen en bestuurslid van CFA Netherlands en schrijft dit artikel op persoonlijke titel. Hij heeft dit onderzoek uitgevoerd in samenwerking met student Pieter van der Zanden en Dr. Mâcé Mesters, Hoofd Research, Rabobank International.