



Hoe succesvol zijn Nederlandse fondsbeheerders?

Het beleggen in Nederlandse beleggingsfondsen leidt niet tot significant hogere rendementen dan het beleggen in een vergelijkbare marktportefeuille. Wat is de toegevoegde waarde van de fondsbeheerders?

Wat kan een belegger verwachten van Nederlandse fondsbeheerders? Levert het beheer door een professionele belegger een significante toegevoegde waarde op? Welke rol spelen deskundigheid en geluk in de resultaten van professionele beleggers?

Wie een antwoord op deze vragen zoekt, kan een eerste aanwijzing vinden in een jaarlijks verschijnende publicatie van de ABN-Amro Investment Research. Deze publicatie geeft een overzicht van de prestaties van een aantal Nederlandse beleggingsfondsen. De beleggingsfondsen worden verdeeld in categorieën, afhankelijk van het type belegging (aandelen, obligaties of gemengde beleggingen) en van het gebied waarbinnen belegd wordt (bij voorbeeld Nederland, Europa, Pacific of wereldwijd).

In dit artikel worden een aantal van de beleggingsfondsen uit de categorie 'Aandelen Nederland' nader onderzocht. Deze categorie is eigenlijk de 'thuismarkt' van de beheerders, en dus de categorie waarin de deskundigheid het best tot zijn recht moet komen.

Tabel 1. Resultaten van onderzochte beleggingsfondsen, periode 1990/6 t/m 1993/6

	Gemid. rend. ^a	St.dev.	Corr. ^b
ABN-AMRO	0,781	3,620	0,89
EOE	0,543	4,099	0,95
HOLLAND	0,257	3,065	0,91
ING	0,597	3,706	0,90
BELNED	0,765	3,365	0,90
ANP-CBS-index	0,750	3,717	1,00
Risicovrij rend.	0,711	0,057	-0,12

a. In procenten per maand

b. Correlatiecoëfficiënt van het rendement van het fonds met de ANP-CBS-index.

Het onderzoek richt zich op de vraag of het beleggen in professioneel beheerde fondsen een betere combinatie van risico en rendement oplevert dan het beleggen in een alternatieve mogelijkheid. Om het alternatief weer te geven gaan we ervan uit dat belegd kan worden in de ANP-CBS herbeleggingsindex. Deze index geeft het rendement weer van een portefeuille waar alle ter beurze genoteerde Nederlandse aandelen naar marktwaarde gewogen in voorkomen. De keuze voor deze portefeuille wordt ingegeven door de ruime spreiding van de beleggingen en doordat het rendement het gevolg van een passief beleid weergeeft. Met andere woorden, de belegger hoeft geen kennis of expertise te hebben om het rendement van deze portefeuille te kunnen behalen.

Hierteenover wordt het actieve beleid van de fondsbeheerders gesteld, van wie kan worden aangenomen, vooral omdat het onderzoek zich richt op Nederlandse fondsen, dat zij over voldoende deskundigheid beschikken om tot betere resultaten te komen dan een passief beheerd fonds.

Wij onderzoeken twee mogelijke bronnen van superieure resultaten: een betere selectie van fondsen en het kunnen voorspellen van de richting van de markt.

De uitkomsten van het onderzoek geven geen reden om te geloven dat de actief beheerde fondsen het beter doen dan de index.

Gegevens

De volgende beleggingsfondsen, die uitsluitend in Nederland beleggen, zijn bij het onderzoek betrokken¹:

- ABN: ABN-Amro Netherlands Fund;
- EOE: EOE Dutch Stock Index Fund;
- HOLLAND: Holland Fund;

- ING: ING Bank Dutch Fund;
- BELNED: Beleggingsfonds Nederland

Het onderzoek is gebaseerd op de gerealiseerde maandelijkse rendementen over de periode 30/6/90 t/m 30/6/93. Dit komt overeen met de periode die door het ABN-Amro-onderzoek is bestreken. Om de rendementen te bepalen zijn de slotkoersen per ultimo van de maand alsmede de uitkeringen gedurende de maand verzaamd. Op basis hiervan is een maandelijks rendement uitgerekend. De benodigde gegevens zijn ontleend aan *het Financiële Dagblad*, de *Officiële Prijscourant* van de Amsterdamse Beurs en Telekurz te Amsterdam.

Als alternatief voor het beleggen in deze fondsen is gebruikt de ANP-CBS herbeleggingsindex, kortweg: de index.

Van het gerealiseerde rendement van alle fondsen, inclusief de index, is afgetrokken het tarief voor éénmaands interbancaire deposito's als indicatie voor de opbrengst van een risicovrije belegging. Het verschil is te beschouwen als de risicopremie die een belegger heeft verdiend voor het beleggen in deze fondsen.

In tabel 1 worden de gemiddelden, standaard deviaties en correlaties over de periode 1990/6 t/m 1993/6 van de rendementen van de onderzochte beleggingsfondsen en van de risicovrije voet en de ANP-CBS-index in procenten per maand weergegeven. Uit deze cijfers kunnen de volgende conclusies worden getrokken.

Ten eerste is in de beschouwde periode het verschil tussen het rendement op aandelen en het risicovrij beleggen uitermate klein geweest. Met andere woorden, gedurende deze periode hebben beleggers nauwelijks een risicopremie voor het beleggen in aandelen ontvangen. Van de beleggingsfondsen hebben slechts twee (ABN Amro en BELNED) een rendement gerealiseerd dat boven de risicovrije belegging uitsteekt. Statistisch

1. In het onderzoek van de ABN-Amro zijn in totaal acht beleggingsfondsen onderzocht. Van de volgende fondsen konden wij niet voldoende gegevens vinden voor de gehele waarnemingsperiode: DL Top 20 fonds; E&L Aandelen Nederland; en Groeigarant. Volgens het overzicht van de ABN-Amro waren dit niet fondsen die tot de beste in deze categorie behoorden.

gezien is de risicopremie van deze twee fondsen echter niet van nul te onderscheiden. Met andere woorden, gedurende deze periode zijn alle beleggers in Nederlandse aandelenfondsen er bekaaid afgekomen: zij hadden allemaal beter in termijndeposito's kunnen beleggen.

Ten tweede verschilt het gerealiseerde rendement van de beleggingsfondsen ten opzichte van de ANP-CBS-index in slechts één geval op significante wijze. Het gemiddelde verschil tussen de ANP-CBS-index en het fonds met het laagste rendement (HOLLAND) is 0,49% per maand. Dit verschil is statistisch significant (t -waarde = 2,34). De verschillen met alle andere fondsen zijn niet statistisch significant te noemen. Dat wil zeggen dat de waargenomen verschillen wellicht aan toevallige factoren geweten moeten worden.

Dit houdt in dat de beleggers die uit onwetendheid voor een belegging in de index hebben gekozen in alle gevallen of een beter of een even goed resultaat hebben geboekt als de beleggers die vertrouwen hebben geschonken aan de deskundige fondsbeheerders.

Ten derde is er weinig verschil tussen de standaard deviaties van de rendementen van alle fondsen inclusief de index. Opvallend is wel dat het rendement op de risicovrije belegging van ongeveer dezelfde orde van grootte is als het rendement op de fondsen, maar de standaard deviatie van de risicovrije belegging is 65 keer kleiner. Deze uitkomst is wellicht afhankelijk van de specifieke waarnemingsperiode en zeker geen eigenschap van de Nederlandse kapitaalmarkt. Anders is het te verwachten dat de belangstelling van beleggers voor Nederlandse aandelen snel zal tanen.

Het rendement van alle vijf beleggingsfondsen is in hoge mate gecorreleerd met de ANP-CBS-herbeleggingsindex, dat wil zeggen dat deze fondsen de bewegingen van de index nauw volgen. Gezien deze correlaties en het kleine verschil tussen de standaarddeviaties van de fondsen, ligt het voor de hand voorlopig te concluderen dat het risico van de beleggingsfondsen en de index nagenoeg identiek is.

Analyse beleggingsresultaat

In deze paragraaf onderzoeken wij of we iets meer kunnen zeggen over de prestaties van de fondsen ten opzichte van de alternatieve beleggingsmogelijkheid. In het algemeen kan een fonds een beter resultaat (in termen van risico en rendement) dan een ander fonds halen door de invloed van selectie van aandelen in de portefeuille (selectie) en/of het kunnen anticiperen op de bewegingen van de markt (timing).

Om de invloed van selectie en timing op het beleggingsresultaat te meten, gaan wij ervan uit dat een fonds dat geen timing en selectie wil toepassen slechts éénmalig het gedeelte van de portefeuille bepaalt dat risicovrij belegd zal worden, en dat de rest in de alternatieve portefeuille terecht komt. Dit zou bij voorbeeld de strategie van een belegger kunnen zijn die begint met 20% van zijn vermogen in termijndeposito's te beleggen en 80% in de ANP-CBS-index belegt. De belegger ontvangt dan een rendement dat voor 80% de index volgt, dat wil zeggen een gevoeligheid voor de index heeft van 0,8.

In het algemeen kan de risicopremie van een dergelijk fonds in formulevorm als volgt worden geschreven:

$$R_i - R_f = \beta_{i1} (R_m - R_f) + e_i \quad (1)$$

waarbij de symbolen het volgende voorstellen:

R_i = het rendement op fonds i ;

R_f = de opbrengst van de risicovrije belegging;

R_m = het rendement op de alternatieve belegging;

β_i = de gevoeligheid van het rendement van fonds i voor veranderingen in het rendement in de index;

e_i = een storingsterm met verdeling $N(0, \sigma^2)$ waarmee toevallige effecten op het rendement kunnen worden verklaard.

Indien selectie gemiddeld genomen een positieve dan wel negatieve bijdrage levert aan het rendement, betekent dit dat gemiddeld genomen het rendement van het fonds hoger of lager moet zijn dan op grond van de gevoeligheid voor de index te verwachten zou zijn. Dit effect kan worden gemeten door aan vergelijking (1) een constante term α_i toe te voegen.

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_{i1}(R_m - R_f) + e_i \quad (2)$$

De invloed van timing op het rendement kan worden gemeten door als extra factor in vergelijking (1) het gekwadrateerde rendement van de index als verklarende variabele op te nemen. Als deze term positief is, houdt dat in dat de risicopremie op het fonds sterker reageert op grote stijgingen van de index dan op grote dalingen. Dit impliceert dat de fondsbeheerder in staat is de richting van de index te voorspellen aangezien het fonds meer belegt in de index (en minder in de risicovrije belegging) als de index gaat stijgen en minder als de index gaat dalen.

Samengevat luidt de vergelijking van de risicopremie van een fonds dat door middel van selectie en timing een hoger rendement dan de index tracht te behalen:

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_{i1} (R_m - R_f) + \beta_{i2} (R_m - R_f)^2 + e_i \quad (3)$$

De parameters van vergelijking (3) kunnen door middel van regressieanalyse geschat worden. De uitkomsten hiervan moeten als volgt worden geïnterpreteerd. Een schatting van de constante term voor fonds i , waarbij $\alpha_i > 0$ is reden om te concluderen dat het desbetreffende fonds door middel van de selectie van aandelen een extra bijdrage aan het rendement van het fonds weet te leveren. Immers, het verwachte rendement van het fonds is hoger dan het rendement op de index nadat voor risico is gecorrigeerd. Een schatting van $\beta_{i2} > 0$ is een indicatie dat een fonds door middel van timing een extra rendement weet te behalen aangezien het verwachte rendement van het fonds sterker reageert op grote positieve veranderingen in de markt dan op grote negatieve veranderingen.

Regressievergelijkingen

In tabel 2 staan de resultaten van het schatten van vergelijking (3) over de periode 1990/6 t/m 1993/6. Vermeld zijn de regressiecoëfficiënten met daaronder de t -waarden tussen haakjes alsmede de aanpassingscoëfficiënten (R^2) en de standaarddeviatie van de schattingsfout van de regressie (σ)². De aanpassingscoëfficiënt kan gebruikt worden om de mate van di-

2. Bij de berekening van de standaardfout van de geschatte coëfficiënten is rekening gehouden met de mogelijke heteroskedasticiteit van de storingsterm.

Tabel 2. Resultaten van selectie en timing op het rendement van de onderzochte beleggingsfondsen^a

Fonds	α_i	β_{i1}	β_{i2}	R^2	σ
ABN-Amro	0,22 (0,15)	0,85 (11,3)	-0,01 (1,0)	0,79	1,66
EOE	0,12 (0,48)	1,03 (18,1)	-0,02 (2,27)	0,91	1,24
HOLLAND	-0,14 (0,61)	0,73 (13,5)	-0,02 (2,54)	0,84	1,19
ING	0,29 (0,99)	0,88 (13,1)	-0,03 (2,6)	0,82	1,47
BELNED	0,27 (0,94)	0,80 (12,2)	-0,01 (1,55)	0,81	1,44

a. Vermeld worden de regressiecoëfficiënten met daaronder de t-waarden tussen haakjes alsmede de aanpassingscoëfficiënten (R^2) en de standaard deviatie van de schattingsfout van de regressie (σ). De regressies zijn geschat over de periode 1990/6 t/m 1993/6. De geschatte coëfficiënten van α_i meten het effect van selectie; de coëfficiënten van β_{i1} geven de gevoeligheid van het fonds voor veranderingen in de index weer; en de coëfficiënten van β_{i2} geven de effecten van timing weer

versificatie van het fonds te meten: naarmate deze dichter bij 1 komt te liggen zal de diversificatie beter zijn. De σ kan gebruikt worden om de afwijkingen van het fonds ten opzichte van de index te meten, met andere woorden antwoord te geven op de vraag binnen welke marges het rendement van een fonds zich zal bevinden als gevolg van het optreden van toevallige factoren.

Selectie

Het blijkt nu dat de invloed van toevallige factoren op het rendement vrij groot is. Als de gemiddelde σ van de vijf fondsen 1,5% is, dan is de kans dat een fonds bij voorbeeld 3% minder rendement dan de index realiseert, ongeveer 33%. Dit betekent dat er een zeer grote kans is dat het gerealiseerde rendement van een beleggingsfonds in sterke mate zowel in positieve als in negatieve zin kan afwijken van het 'echte' rendement, alleen door de werking van toevallige factoren. Voor een belegger die ervoor gekozen heeft in één van deze fondsen te beleggen vanwege de deskundigheid van de beheerders, is dit geen geruststellende gedachte aangezien het toeval de prestaties van de beheerder verre kunnen overschaduwden.

Zoals uit tabel 1 reeds was gebleken, hebben alle fondsen een hoge mate van correlatie met de ANP-CBS-index. Gemeten aan β_1 , ligt de gevoeligheid van de fondsen voor de ANP-CBS-index dicht in de buurt van 1.

Deze fondsen volgen vrij nauwgezet de bewegingen van de index of, wat op hetzelfde neerkomt, hebben min of meer hetzelfde risico als de index. Slechts voor het HOLLAND-fonds moet hierop een uitzondering worden gemaakt aangezien de indexgevoeligheid van dit fonds aanzienlijk kleiner dan 1 is.

De geschatte parameters α_i zijn alle positief (behalve weer voor het HOLLAND-fonds), maar de standaardfout van de schatting is erg groot. Wij kunnen daarom, op grond van deze gegevens,

niet concluderen dat de fondsbeheerders over deskundigheid beschikken in het selecteren van aandelen. Maar ook niet dat zij niet deskundig zouden zijn.

Voor een deel is deze uitkomst het gevolg van het feit dat wij over betrekkelijk weinig waarnemingen beschikken. Ter illustratie: om met een redelijke mate van betrouwbaarheid te kunnen stellen dat beleggers in het ING-fonds een positieve bijdrage van selectie kunnen verwachten van 0,29% per maand, zouden er 138 maanden beleggingsresultaat onderzocht moeten worden.

De meeste beleggers zullen echter (ten onrechte) genegen zijn veel eerder hun conclusies over de merites van een fonds te trekken. Voor beheerders van fondsen is dit een hard gelag omdat het betekent dat zij het niet van deskundigheid, maar gewoon van geluk moeten hebben.

Timing

De schatting van β_{i2} , waarmee de bijdrage van timing aan het rendement wordt gemeten, is voor alle fondsen negatief. De t-waarden van alle geschatte coëfficiënten liggen allemaal boven de 1, en drie ervan liggen boven de 2. Deze uitkomst geeft aan dat het hoogst waarschijnlijk is dat timing voor alle fondsen een negatieve bijdrage aan het rendement levert. Dit betekent dat fondsen zich gedragen alsof zij een groter deel van hun vermogen in de markt beleggen als de markt gaat dalen en zich terugtrek-

ken uit de markt (voor een deel) als de markt gaat stijgen. Gezien de grootte van de coëfficiënten β_2 lijkt het echter wel mee te vallen met de opportuniteitskosten die een dergelijk anticyclisch beleid met zich mee brengt.

Samenvatting

Beleggers die door middel van een Nederlands fonds in Nederlandse aandelen willen beleggen, kunnen uit een aantal mogelijkheden kiezen. In dit artikel zijn vijf ter beurse genoteerde beleggingsfondsen onderzocht over de periode 1990/6 t/m 1993/6. Van deze fondsen zijn de rendementen vergeleken met het rendement op de ANP-CBS-herbeleggingsindex.

In het algemeen lijken deze fondsen vrij sterk op elkaar. De fondsen volgen vrij nauwkeurig de ANP-CBS-index; er wordt geen extra rendement behaald door fondsselectie terwijl de timing van de markt een (kleine) negatieve bijdrage aan het rendement levert. Voor een belegger die een periode van 3 jaar gebruikt om de prestaties van een fonds te beoordelen, betekenen deze uitkomsten dat geen van deze fondsen een betere combinatie van risico en rendement biedt dan de ANP-CBS herbeleggingsindex en dat een passieve beleggingsstrategie altijd betere of ten minste gelijke resultaten oplevert als een actieve strategie.

Deze uitkomsten zijn opvallend omdat men zou verwachten dat Nederlandse fondsbeheerders vooral in de Nederlandse markt hun toegevoegde waarde voor de belegger zouden kunnen aantonen. Als we de deskundigheid van de fondsbeheerders niet in twijfel willen trekken, dan moeten we concluderen dat alle beheerders gedurende deze periode pech hebben gehad.

Roberto E. Wessels

De auteur is werkzaam bij ARCAS - Wessels Roll Ross B.V. Hij is veel dank verschuldigd aan Marga van Winsen en Roderick Molenaar.