



## Voegen fondsbeheerders waarde toe?

**Auteur(s):**

Wal, M.J.A., van der  
Werzaam bij Instituut NYFER als onderzoeker Financiële Markten.

**Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4298, pagina 224, 9 maart 2001

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

beleggen

*Presteert de portefeuillebeheerder beter dan de maatstaf waarmee zijn fonds wordt vergeleken, of kan de belegger beter zelf een index volgen? De 'informatieratio' geeft het antwoord.*

**Beleggen blijft erg in trek, ook al lijken de explosieve koersstijgingen van de laatste jaren voorbij. Met name de vraag naar beleggingsfondsen maakt nog steeds een sterke groei door. De laatste jaren is hun aantal explosief gestegen. Tegelijkertijd nam ook de vraag naar goede informatie over de prestaties van deze fondsen toe. Veel tijdschriften publiceren inmiddels ranglijsten met de 'best presterende fondsen'.**

Normaal wordt er dan aandacht besteed aan het behaalde rendement, het gelopen totale risico en de Sharpe-ratio: de risicocompensatie per eenheid risico. Dit zijn voor de belegger uiteraard zeer relevante zaken. Het is echter mogelijk dat een portefeuillemanager van een beleggingsfonds goed gepresteerd heeft ten opzichte van het beleggingsbeleid dat van hem verwacht wordt - zijn mandaat, het type fondsen waarin hij dient te beleggen - maar toch slecht uit de ranglijstjes komt. Waardetoevoeging ten opzichte van dit mandaat door de manager wordt dan niet beloond. Dit is vanuit de financiële instellingen die beleggingsfondsen aanbieden dan ook vaak een punt van kritiek op de gepubliceerde ranglijstjes. Een maatstaf die uitkomst kan bieden is de informatieratio.

### De informatieratio

De informatieratio is een maatstaf om portefeuillemanagers te beoordelen. Wanneer deze ratio berekend wordt voor een beleggingsfonds geeft zij weer in hoeverre de manager bijdraagt aan het succes van het betreffende fonds. De ratio meet in hoeverre de portefeuillemanager goed omgaat met de beschikbare informatie bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Wanneer een belegger kiest voor een fonds met een bepaald type beleggingsbeleid, dat wil zeggen dat zich richt op het verslaan van een specifieke benchmark, dan is het goed om te weten welke fondsmanager daarin is geslaagd en waarde toegevoegd heeft.

Zeker niet onbelangrijk is ook, dat onderzoek naar de informatieratio's kan uitwijzen of het voor bepaalde categorieën beleggingen zin heeft de portefeuillesamenstelling uit te besteden door een beleggingsfonds te kopen of dat de belegger beter af is door eenvoudig een index na te bootsen, bijvoorbeeld via een 'indextracker': een beleggingsproduct zoals het AEX- exchange traded fund (ETF), dat de AEX-index volgt.

In dit artikel wordt eerst ingegaan op de componenten van de informatieratio. Vervolgens wordt de verwachte ratiowaarde en de benchmarkkeuze behandeld alsmede de mogelijkheden om de ratio te beïnvloeden. Na dit theoretische gedeelte worden kort de prestaties van enkele fondsbeheerders in de praktijk besproken.

#### Definitie

In veel gevallen heeft de portefeuillemanager als mandaat voor de door hem of haar beheerde portefeuille een bepaalde speelruimte rondom een gekozen benchmark. Dit betekent automatisch dat het beleggingsbeleid aansluit bij deze benchmark. De portefeuillemanager wordt dan ook ten opzichte van deze benchmark beoordeeld. Heeft hij of zij het beter of minder goed dan de benchmark gedaan wat betreft het rendement en hoeveel risico is daarbij gelopen ten opzichte van de index?

Indien de manager er niet in geslaagd is de benchmark te verslaan qua rendement, dan had er beter in de benchmarkportefeuille belegd kunnen worden en heeft zijn actief management, waarbij er onder- of overgewogen wordt ten opzichte van de modelportefeuille, niet goed uitgepakt. De portefeuillemanager heeft dan, achteraf gezien, geen toegevoegde waarde gehad. Belegt hij echter niet actief, dan is hij per definitie overbodig.

Iedere keer als een portefeuillemanager afwijkt van de benchmark die hij moet volgen, loopt hij risico. Hij zou dan immers in negatieve zin kunnen afwijken van de benchmark. Een manager die een rendement boven de benchmark kan bewerkstelligen, met een geringe kans op een negatieve afwijking, wordt beloond met een hogere informatieratio.

Deze facetten van het beoordelen van portefeuillemanagers zijn vervat in de informatieratio (zie kader). De ratio geeft de risicopremie weer per eenheid gelopen risico, waarbij als risicopremie geldt het extra rendement ten opzichte van de benchmark en als risico, de

spread in het extra rendement –. Hoe meer (positief) rendement boven de benchmark-index of hoe lager de beweeglijkheid van die extra rendementen *ceteris paribus*, des te hoger de informatieratio. Deze dient zo hoog mogelijk te zijn.

## Verwachtingswaarde

De vaste kosten van een beleggingsfonds, zoals beheer- en marketingkosten, worden normaal gesproken in de koers van het aandeel verwerkt. Dus zelfs als een beleggingsfonds alleen een index repliceert, zal het rendement lager zijn dan dat van deze index. De verwachtingswaarde voor de informatieratio is dan ook (licht) negatief.

Het gaat er natuurlijk om dat de portefeuillemanager zijn of haar geld waard is. Er moet dan ook iets beter dan de benchmark gepresteerd worden om de gemaakte kosten eruit te halen. Vandaar dat een informatieratio (significant) groter dan nul beschouwd wordt als een goede prestatie; de verwachtingswaarde zal immers negatief zijn.

## Vergelijkingsmaatstaf

De gebruikte benchmark is van groot belang. Hiertegen wordt de portefeuille beoordeeld. Klopt de benchmark niet, dan zegt de ratio ook niets. Zo kan een benchmark zich richten op defensieve waarden terwijl het beleggingsbeleid is gericht op snelgroeiende jonge ondernemingen.

Het heeft alleen zin om portefeuillemanagers met elkaar te vergelijken wat betreft de informatieratio indien zij dezelfde benchmark hebben. Zij hebben dan namelijk allen met dezelfde stijlspecifieke omstandigheden te maken zoals cyclische invloeden.

Een portefeuillemanager die weinig van zijn benchmark mag afwijken in zijn beleggingskeuze zal *ceteris paribus* een lager relatief risico hebben maar ook minder mogelijkheden om (positieve) extra rendementen te halen. De informatieratio's moeten idealiter bezien worden in het licht van de mate van vrijheid ten opzichte van de benchmark die de portefeuillemanager heeft.

## Beïnvloeden van de ratio

Het is mogelijk de verwachtingswaarde voor de informatieratio te beïnvloeden. Zo kan een 'makkelijke' benchmark gekozen worden die qua rendement (gemiddeld) altijd lager zit maar eventueel ook een lager risico heeft. Als voorbeeld valt hierbij te denken aan een deposito-index (de rente daarop fluctueert minder dan de aandelenrendementen). Dit resulteert niet per definitie in een zo hoog mogelijke ratio maar bepaalt wel of de ratio positief is. Het extra rendement is dan immers (gemiddeld) positief en risico (de standaarddeviatie) kan niet negatief zijn. Bij een dergelijke keuze zal de ratio meestal niet erg hoog zijn omdat een hoog risico ten opzichte van de gekozen index wordt gelopen. De vraag is daarnaast of een dergelijke benchmark 'te verkopen' is.

Een andere mogelijkheid die helaas in de praktijk nog al eens blijkt voor te komen is de 'makkelijke' variant van een relevante index kiezen. Er wordt een 'koers-index' als benchmark gekozen in plaats van een herbeleggingsindex. Hierin zijn ook de uitgekeerde dividenden meegenomen, waardoor deze lastiger te verslaan is. Het behoeft weinig betoog dat de taak van de portefeuillemanager aanzienlijk verlicht wordt als een koersindex gebruikt wordt.

## De praktijk

In dit artikel worden vier categorieën met aandelenfondsen bekeken die zich richten op Nederlandse aandelen (breed gespreid); Nederlandse small- en midcaps; Europese aandelen (breed gespreid) en Europese small- en midcaps.

In de berekeningen is een selectie<sup>2</sup> opgenomen van fondsen waarvoor over tenminste 24 maanden data beschikbaar zijn. Overal is van het herbeleggingsrendement gebruik gemaakt.

De gebruikte benchmark is die zoals in het jaarverslag van het betreffende fonds wordt gepubliceerd (waar dit een prijsvariant was, hebben we deze vervangen door de herbeleggingsvariant). Voor de hieronder vermelde fondsen uit de categorie Nederlandse, breed beleggende, aandelenfondsen is de benchmark de CBS *Herbeleggingsindex* en alleen hier is een rangschikking gemaakt. De overige categorieën bevatten fondsen met verschillende benchmarks waardoor rangschikking niet mogelijk is.

In [tabel 1a](#) en [tabel 1b](#) is zichtbaar in hoeverre de fondsen aansluiten bij de gekozen en gerapporteerde benchmark. De correlatie tussen de fondsrendementen en de rendementen van de benchmark blijkt zeer hoog te zijn (plusminus 0,90). De meeste fondsen lijken een benchmark gekozen te hebben die als een soort modelportefeuille fungeert. Het bekijken van de informatieratio's is dan ook zinvol.

**Tabel 1a**

**Tabel 1a. Informatieratio en aansluiting van fondsen bij benchmark. Nederlandse fondsen.**

	informatieratio		correlatie
	24 mnd	36 mnd	36 mnd
<b>small en midcap fondsen</b>			
Orange Fund	-0,58	0,07	0,92
Orange Deelnemingen Fund	0,23	0,32	0,72
abn amro Small			
Cos Netherlands	0,25	0,17	0,66
ing Dutch Services	-1,50 ***	-0,84 *	0,96
ing Dutch Midcap Fund	-0,65	-0,20	0,96
gemiddelde van beschikbare			

fondsen in categorie	-0,45	-0,10	
totaal aantal fondsen			
met positieve informatieratio	2	3	
totaal aantal fondsen			
met negatieve informatieratio	3	2	
<b>breed beleggende fondsen</b>			
Holland Fund	0,79	0,30	0,96
abn amro Netherlands Fund	0,14	0,22	0,98
RG Hollands Bezit	0,05	0,09	0,93
Royal Top Fund	-0,04	0,09	0,90
abn amro Netherlands Equity Fund	-0,34	-0,24	0,98
gemiddelde van beschikbare fondsen in categorie	-0,03	0,12	
totaal aantal fondsen			
met positieve informatieratio	10	9	
totaal aantal fondsen			
met negatieve informatieratio	11	2	
met negatieve informatieratio	11	2	

Alle breed beleggende Nederlandse fondsen hebben de CBS-herbeleggingsindex als benchmark; er is hier gerangschikt op basis van de driejaars informatieratio. De overige fondsen hebben verschillende benchmarks en zijn derhalve niet gerangschikt.

\*\*\* 95 procent significantieniveau, \* 90 procent significantieniveau.

**Tabel 1b**

**Tabel 1b. Informatieratio en aansluiting van fondsen bij benchmark. Europese fondsen.**

	informatieratio		correlatie
	24 mnd	36 mnd	36 mnd
<b>small en midcapfondsen</b>			
Orange European Smallcap Fund	1,71 ***	1,45 ***	0,84
Fortis Europe Small Caps Fund	0,07	0,48	0,91
Fidelity European Smaller Cos Fund	0,96 *	0,75	0,86
Schroder European Small Companies	0,93	0,85 *	0,86
Parvest Europe Midcap	1,23 ***	0,87 *	0,89
RG Euroland Midcap Fund	0,70	0,82 *	0,84
gemiddelde van de beschikbare fondsen in categorie	0,92	0,75	
totaal aantal fondsen			
met positieve informatieratio	13	10	
totaal aantal fondsen met negatieve informatieratio	0	0	
breed beleggende fondsen			
Trans Europe Fund	0,88	1,06 ***	0,90
abn amro Funds Europe Equity	0,24	0,56	0,94
Fleming Europe Fund	0,35	-0,03	0,94
Optimix Europe Fund	0,41	0,43	0,78
Parvest Europe Fund	-0,40	-0,29	0,88
rg Europe Fund	0,10	0,17	0,92
gemiddelde van de beschikbare fondsen in categorie	0,12	0,23	
totaal aantal fondsen			
met positieve informatieratio	16	9	
totaal aantal fondsen			
met negatieve informatieratio	11	5	

Alle breed beleggende Nederlandse fondsen hebben de CBS-herbeleggingsindex als benchmark; er is hier gerangschikt op basis van de driejaars informatieratio. De overige fondsen hebben verschillende benchmarks en zijn derhalve niet gerangschikt.

\*\*\* 95 procent significantieniveau, \* 90 procent significantieniveau.

### Toegevoegde waarde fondsbeheerders

Uit de tabel valt een aantal zaken op. Ten eerste presteren de fondsbeheerders gemiddeld genomen beter dan de benchmark, mits de gemeten periode maar lang genoeg is (36 maanden), dit met uitzondering van de Nederlandse small- en midcapfondsen. Voor de korte termijn (24 maanden) wordt er gemiddeld door de zich op Nederland richtende fondsen minder goed gepresteerd dan de benchmark. Wellicht is de informatievoorziening in Nederland relatief goed waardoor er minder afhankelijkheid bestaat van specifieke 'insider'-kennis. Met name de small en midcaps presteren niet goed, alhoewel ook hier positieve uitzonderingen zichtbaar zijn.

Ten tweede valt op dat de Europese small- en midcapfonds-managers uitstekend presteren. Het komt daar over de gemeten periode zelfs bij geen enkel fonds voor dat er slechter dan de index gepresteerd is. Hier worden ook relatief veel significant positieve informatie ratio's gevonden. Dit gaat ook op voor de Europese small- en midcapfondsen die hier niet vermeld zijn.

Het lijkt erop dat deze managers een bepaalde expertise hebben die het aantrekkelijk maakt het beleggingsbeleid aan hen uit te besteden in plaats van zelf in een index te beleggen. Voor de overige categorieën bestaat er minder reden het portfeuillemanagement uit te

besteden en is een belegging in een zogenaamde indextracker een goed alternatief.

### *Rendementen uit het verleden...*

In hoeverre zegt een informatieratio iets over de toekomstige prestaties van een beheerder?

Uiteraard geldt ook hier dat behaalde rendementen geen garantie bieden voor de toekomst. Wel kan er gekeken worden naar de stabiliteit van de ratio in de tijd. De positieve prestatie van de Europese small- en midcapfondsen blijkt geen momentopname te zijn. Ook bij de andere categorieën blijken degene die beter presteren, de betere prestatie over langere tijd te laten zien. Dit geldt vice versa voor degene die slechter presteren.

Ook de gevonden statistische significantie van de ratio zegt iets, namelijk of de gevonden betere prestatie wellicht het gevolg is van puur toeval (zie [tabel 1a](#) en [tabel 1b](#)).

Wordt er van beheerder gewisseld dan valt er niets meer over de toekomstige waarden van de informatieratio te zeggen, aangezien de ratio afhankelijk is van de portefeuillemanager.

### **Slot**

De informatieratio is een maatstaf om de prestaties van portefeuillemanagers te beoordelen. Beheerders die binnen de speelruimte van een bepaald mandaat dienen te handelen worden met behulp van deze ratio niet bestraft of beloond voor het feit dat het soort beleggingen waar ze zich op richten het als geheel slecht, respectievelijk goed gedaan heeft. De ratio filtert de prestaties van de portefeuillemanager uit de totale prestaties van het fonds.

De informatieratio biedt geen vervanging maar wel een goede aanvulling op de maatstaven van de gebruikelijk gepubliceerde ranglijsten. Het laat zien dat ondanks een tijdelijk mindere periode het fonds wellicht toch een goede toevoeging kan zijn op de portefeuille omdat er een goed management zit dat een betere prestatie dan de benchmark blijkt te kunnen halen. Dit geeft de belegger weer extra informatie. Daarnaast is de ratio een hulpmiddel voor de directie van beleggingsinstellingen om goede van minder goede fondsbeheerders te kunnen onderscheiden.

Voor de Europese small- en midcap fondsen blijkt er veelvuldig sprake te zijn van een waardetoevoeging door de manager. Voor deze fondsen is het dan ook relatief verstandig om het samenstellen van een portefeuille over te laten aan de manager van een beleggingsfonds in plaats van zelf een portefeuille samen te stellen. Dit in tegenstelling tot de categorie Europese breed beleggende fondsen alsook de twee categorieën Nederlandse fondsen. Hier is de waardetoevoeging minder groot en biedt het beleggen in een zich hierop richtend fonds minder voordeel ten opzichte van het zelf een index volgen. Dergelijke informatie is voor beleggers zeer relevant, zodat de informatieratio ook voor hen een waardevolle maatstaf is

---

**1** De informatieratio zegt overigens weinig over de vraag of de samengestelde portefeuille een efficiënte portefeuille is in termen van gemiddeld rendement en totale standaarddeviatie, maar enkel en alleen hoe de prestaties zijn ten opzichte van de benchmark.

**2** Een compleet overzicht laat dezelfde resultaten zien, zodat hier geen sprake is van selectie bias. Vanaf de juni-editie van de NYFER *Financiële Monitor* zal ieder kwartaal een compleet overzicht gegeven worden.