



**Mark SCHOLLIERS**

Managing partner bij  
Financial Research &  
Development NV ("FRD")

# Dakfondsen, open architectuur en de problematiek van de consistentie van hogere opbrengsten

Een dakfonds dat gebruikmaakt van open architectuur, op een onafhankelijke en systematische wijze belegt in consistent de best presterende fondsen en bovendien als onderliggend actief wordt gebruikt in een "tak 23"-verzekeringsspolis, biedt ruimere kansen op hogere, risicogecorrigeerde opbrengsten.

## Funds of Funds, Open Architecture and the Problem of the Consistency of Higher Returns

*A fund of funds with an open architecture which independently and systematically invests in consistently top-level funds and which, in addition, serves as an underlying asset in a "branch 23" insurance policy, offers better opportunities for higher risk-adjusted returns.*

### 1. De meerwaarde van open architectuur

Het aanbieden van beleggingsfondsen van derden ("open architectuur") kent ook in België een steile opgang. De verklaring ligt voor de hand: het palet huisfondsen van de bank op de hoek van de straat is soms onvolledig, terwijl de prestaties van de eigen fondsen niet altijd tevreden stemmen. Fondsen van derden vormen hierop een antwoord. Maar "open architectuur" wordt op verschillende manieren ingevuld. Deutsche Bank België bijvoorbeeld biedt op dit ogenblik meer dan 1.000 individuele fondsen van 20 promotoren aan, terwijl Citibank – naast het eigen gamma – zich hier te lande beperkt tot 13 externe fondsenleveranciers. Als men weet dat de "Expert Databases" van Standard & Poor's alleen reeds 61.540 fondsen tellen<sup>1</sup>, dan is het duidelijk dat een veel ruimere interpretatie mogelijk is. De belangrijkste reden om het begrip "open architectuur"

zo breed mogelijk in te vullen, is dat hoe ruimer de verzameling fondsen is waartussen kan worden gekozen, hoe groter de kans is een fonds te vinden dat op consistente wijze – d.w.z. gedurende vele jaren – een extra rendement aflevert vergeleken bij het gemiddelde van de sector waarin het actief is. In punt 4 onderbouwen we deze stelling. Anders gesteld, de jaarlijkse prestaties van een willekeurig beleggingsfonds tenderen niet per definitie naar het langetermijngemiddelde van de sector waarin het actief is, maar kunnen gedurende lange tijd ruim boven dit gemiddelde bewegen.

Evenwel – bij de rechtstreekse verkoop van een beleggingsfonds aan het grote publiek in België – wordt deze ruimere interpretatie bemoeilijkt omdat het fonds in kwestie door de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen ("CBFA") steeds vooraf moet zijn toegelaten. Vele doorgaans kleinere fondsenpromotoren zijn voor de relatief bescheiden Belgische

1. S&P's Fund Expert Database Modules per 31 januari 2006.

markt niet bereid de in dit kader noodzakelijke kosten te maken. Een verzekeringspolis van het type “tak 23” biedt op dit vlak soelaas omdat een voorafgaandelijke CBFA-goedkeuring niet nodig is wanneer fondsen worden aangekocht als onderliggend actief van dergelijke polis. Hierdoor verruimt de keuze aan fondsen exponentieel. Dit is niet alleen zo voor polissen uitgegeven door een Belgische verzekeringsmaatschappij, maar ook voor buitenlandse. Een Ierse of Luxemburgse verzekeringspolis bv. die in België wordt aangeboden in het kader van de vrije dienstverlening binnen de Europese Unie dient weliswaar ook een aantal strikte beleggingsregels te volgen<sup>2</sup>, maar het universum toegelaten fondsen is veel uitgebreider dan wanneer niet via een polis wordt belegd. Om maximaal te genieten van de voordelen van open architectuur kan men in België dus niet rond de “tak 23”-verzekeringspolis als beleggingsinstrument.

Het samenstellen van een fondsenportefeuille in het kader van een “tak 23”-verzekeringspolis kan op twee manieren gebeuren. Ofwel kiest de polishouder – al dan niet in samenspraak met zijn adviseur – zelf de onderliggende fondsen. Deze optie komt in deze bijdrage niet verder aan bod. Ofwel doet hij een beroep op een gestructureerde aanpak waarbij binnen een dakfonds niet alleen de initiële keuze, maar ook de opvolging van de fondsen en de risicocontrole binnen het dakfonds voor hem worden gedaan.

## 2. De constructie van een dakfonds op basis van open architectuur

Voor de constructie van het dakfonds gaat de voorkeur naar een techniek die de laatste jaren opnieuw meer in de belangstelling staat, de kern/satelliet (“core/satellite”) aanpak<sup>3</sup>. Deze techniek bestaat erin het grootste gedeelte van de fondsenportefeuille goed gespreid te beleggen met de bedoeling de marktreturn te behalen (de bèta), terwijl een kleiner gedeelte wordt geïnvesteerd in meer risicovolle fondsen die mikken op een “excess” return (de alfa). Nadat op de eerste plaats de rendementsdoelstelling is

vastgelegd – en binnen de krijtlijnen van een wereldwijd beleggend dakfonds dat kan gebruik maken van alle grote activaklassen – zal de toewijzing over kern- en satellietfondsen primair geschieden in functie van de macro-economische toestand en verwachtingen. Nadien zal de feitelijke fondsenkeuze binnen iedere activa- en subactivaklasse gebeuren op basis van historisch de best presterende beleggingsfondsen zoals dit blijkt uit de gegevensbestanden van bv. S&P's en na controle van een aantal parameters zoals stijlconsistentie, reputatie van de fondsbeheerder en activa onder beheer. De weerhouden kernfondsen worden in principe voor langere tijd in het dakfonds opgenomen. Pas indien veranderende macro-economische omstandigheden of verwachtingen hiertoe noodzaken en/of de feitelijke prestatie van een bepaald kernfonds verzwakt, zal dit kernfonds worden vervangen. Satellietfondsen worden per definitie opgenomen voor een kortere duur, die zelden de twee jaar overschrijdt. Met deze fondsen wordt ingespeeld op nieuwe trends en ontwikkelingen en op marktopportunities.

Een beroep doen op alle grote activaklassen in combinatie met kern- en wisselende satellietfondsen, is een dynamische activatoewijzingsstrategie of “tactical asset allocation – TAA”. Al sinds het begin van de jaren zeventig van de vorige eeuw werd TAA in de Verenigde Staten gebruikt om te schakelen tussen aandelen, obligaties en cash. Eind jaren tachtig was dit een populaire techniek, niet het minst omdat vele TAA-beheerders tijdig naar obligaties en cash hebben gewijcht net voor de aandelenrash van oktober 1987. Nadien echter – en tot zowat begin 2000 – raakte TAA in onbruik omdat de trend van de aandelenmarkten duidelijk positief was en er voor velen geen reden bestond om niet maximaal in aandelen te beleggen. Pas sinds het begin van de 21ste eeuw en nadat de grote, klassieke activaklassen werden uitgebreid met vastgoed, grondstoffen en afgeleide producten, wordt TAA opnieuw naar waarde geschat<sup>4</sup>. De uitbreiding van TAA met deze “nieuwe” grote activaklassen voor de constructie van een dakfonds is dus een vrij recent gegeven. Het belang hiervan wordt onderstreept door de lage correlaties die tussen sommige grote activaklassen bestaan.

2. Luxemburg: “Lettre circulaire modifiée 01/8 du Commissariat aux Assurances relative aux règles d'investissements pour les produits d'assurance-vie liés à des fonds d'investissement” en “Lettre Circulaire 04/8 modifiant la lettre circulaire modifiée 01/8 du Commissariat aux Assurances relative aux règles d'investissements pour les produits d'assurance-vie liés à des fonds d'investissement”; Ierland: “Schedule 2 – Part I, II and III – European Communities (Life Assurance) Framework Regulations”, 1994 (S.I. no. 360 of 1994).

3. Dankzij de opkomst van ETF's (“Exchange Traded Funds”) is het in praktijk brengen van een core/satellite activatoewijzing een stuk goedkoper en sneller geworden. ETF's repliceren echter doorgaans een index wat hun aantrekkelijkheid vanuit een “actief beheer” standpunt vermindert.

4. “Tactical Asset Allocation”, in *What If?*, Watson Wyatt, May 2005.

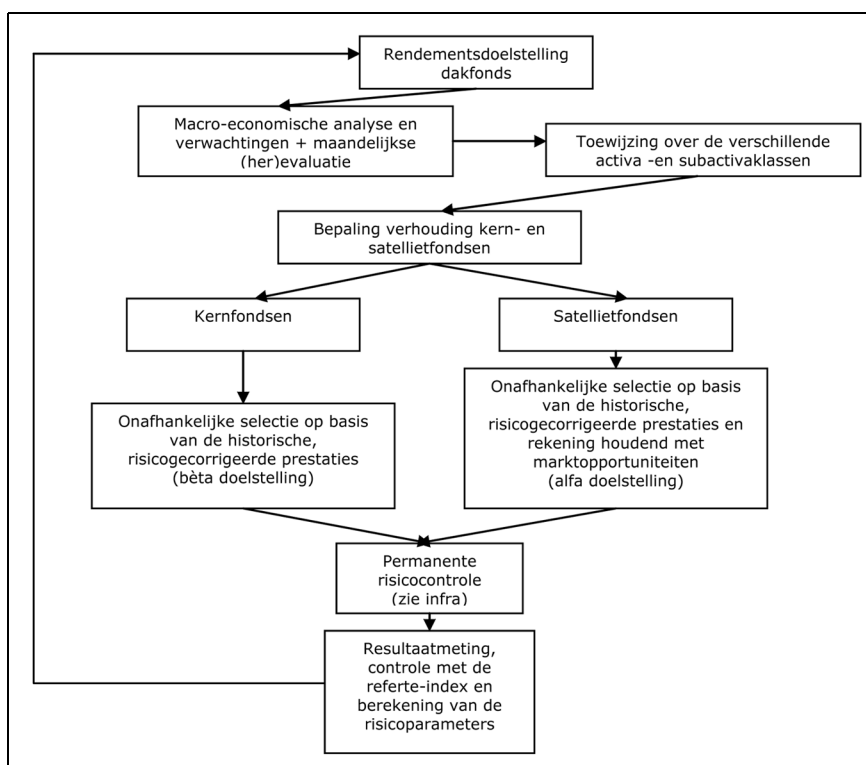
Tabel 1: Correlatie tussen het rendement van de grote activaklassen (van 1/1/1996 tot 31/12/2005)<sup>5</sup>

activaklasse en gebruikte referte-index	cash	obligaties	aandelen	vastgoed	grondstoffen	afgeleide producten
<b>cash</b> ECB korte rente (gekapit.)	1	0.92	0.21	0.64	0.85	0.97
<b>obligaties</b> JPMorgan Global Bond	0.92	1	0.42	0.66	0.68	0.91
<b>aandelen</b> MSCI World	0.21	0.42	1	0.39	0.19	0.43
<b>vastgoed</b> EPRA index	0.64	0.66	0.39	1	0.62	0.71
<b>grondstoffen</b> CRB/Rogers	0.85	0.68	0.19	0.62	1	0.84
<b>afgeleide producten</b> CSFB Tremont	0.97	0.91	0.43	0.71	0.84	1

Hoewel over de beschouwde periode alle grote activa- klassen zich in dezelfde richting hebben bewogen (er zijn geen negatieve correlaties), valt de lage correlatie op tussen bijvoorbeeld cash en aandelen of nog tussen grondstoffen en aandelen. Deze lage correlaties verhogen de aantrekkelijkheid van het schakelen tussen de grote acti-

vaklassen met de bedoeling het risicocorrigeerde rendement van het dakfonds te verhogen.

Rekening houdend met wat voorafgaat, kan de constructie van een modern dakfonds als volgt schematisch worden voorgesteld.



Het bouwen op macro-economische analyse om een initiële spreiding vast te leggen tussen de verschillende grote activaklassen, inclusief de verdere selectie van de best presterende kern- en satellietfondsen, is niet zonder risico, niet het minst omdat het globale economische

plaatje op korte termijn kan veranderen, bijvoorbeeld als gevolg van exogene, onverwachte gebeurtenissen<sup>6</sup>. Het beheren en controleren van het risico vormt m.a.w. een essentieel onderdeel in het besturen van een modern dakfonds.

5. Eigen berekeningen.

6. Zie bv. de impact van de aanslagen van 11 september 2001. Volgens het APEC samenwerkingsforum ("Asia Pacific Co-operation Forum") kostten deze aanslagen de VSA 660 miljard USD (Tijdnet 16 november 2005).

### 3. Risicocontrole

Van zodra op hogere opbrengsten wordt gemikt dan op die van een Belgisch schatkistcertificaat – en ongeacht op welke grote activaklassen een beroep wordt gedaan – zal de reële opbrengst in meer of mindere mate afwijken van de verwachte. De mate waarin dit gebeurt, geeft een indicatie over het genomen risico. Het K.B. Leven van 14 november 2003 gebruikt bijvoorbeeld de standaardafwijking om de risicograad van een beleggingsfonds van een verzekeringsinstelling vast te leggen<sup>7</sup>. Er zijn zeven risicoklassen (aangeduid van “0” tot en met “6”) waarbij de standaardafwijking voor de eerste ligt tussen 0 en 2,50% en voor de laatste boven de 30%.

Rekening houdend met de vooraf vastgelegde rendementsdoelstelling, de macro-economische situatie en vooruitzichten en de verdeling over kern- en satellietfondsen, wordt de beheerder van een dakfonds geconfronteerd met een hele reeks risico's die zowel te maken hebben met een teveel aan volatiliteit (bv. scherp schommelende aandelenkoersen in een welbepaald land of sector) als met een tekort aan volatiliteit (bv. een te hoog gewicht aan meer defensieve fondsen). Anders gesteld, risicobeheersing binnen een dakfonds is een evenwichts-oefening waarbij dient gelaveerd tussen het risico een opbrengst mis te lopen (een opportuniteitsrisico) en het risico de vastgelegde rendementsdoelstelling niet te halen (een marktrisico)<sup>8</sup>. Het begrijpen van de gelopen risico's is een basisvoorwaarde voor een goed risicomanagement waarbij het er in de eerste plaats op aankomt de vermijdbare risico's inderdaad uit te schakelen.

In dit verband is één van de grote voordelen van het beleggen via een dakfonds, het quasi totaal verdwijnen van het individuele effectenrisico. Een dakfonds dat op zijn beurt investeert in een portefeuille van bv. 10 aandelenfondsen, bevat gemakkelijk een paar duizend aandelen. Indien één van deze aandelen crasht of zelfs waardeloos wordt, is de schade voor het geheel miniem. Zo het individuele effectenrisico binnen een (dak)fonds grotendeels is

uitgeschakeld, blijft de fondsenportefeuille onderhevig aan het sectorrisico of – meer in het algemeen – aan het risico van de activaklasse waartoe het fonds behoort. Ook zijn er de talrijke risico's die samenhangen met het individuele fondsenbeheer: een goede manager kan nieuwe horizonten opzoeken, de stijl van het fonds kan afglijden of zelfs compleet veranderen<sup>9</sup>, de promotor van het fonds kan in de problemen geraken,... Daarnaast worden fondsen die beleggen in alternatieve producten, geconfronteerd met een hele rist “nieuwe” risico's die te maken hebben met de kwaliteit van de tegenpartij, met de aard van de alternatieve producten waarin wordt belegd, met de liquiditeit van deze producten,... Kortom de risico's zijn talrijk en kunnen onmogelijk allemaal worden opgevangen door een zorgvuldige macro-economische analyse en fondsenresearch.

Een manier om op een gestructureerde wijze hieraan het hoofd te bieden, is te werken met een dynamische “stop loss”-techniek waarbij een beleggingsfonds wordt verkocht van zodra een vooraf bepaalde drempel wordt geraakt en dit welke de reden ook moge zijn van deze terugval. Deze “blinde” werkwijze biedt het voordeel dat ze kan worden geautomatiseerd en dat menselijke tussenkomst en evaluatie op dit vlak niet nodig zijn<sup>10</sup>. Omdat binnen een globaal beleggend dakfonds gebruik wordt gemaakt van fondsen met een volatiliteit die sterk kan verschillen, verdient het de voorkeur deze “stop loss” op een dynamische manier toe te passen, d.w.z. gecorrigeerd voor de volatiliteit van het fonds in kwestie. Een obligatiefonds dat bijvoorbeeld een jaarlijkse volatiliteit kent van 5% is immers een heel andere belegging dan een fonds dat in grondstoffen investeert met een volatiliteit van 30%. Daarom moet een voor de volatiliteit gecorrigeerde “stop loss” worden gehanteerd die bv. op 50% kan worden geplaatst van de volatiliteit op één jaar en die wordt berekend vanaf de hoogste netto inventariswaarde die het desbetreffende fonds ooit in het dakfonds heeft bereikt. Zo een “stop loss” wordt geactiveerd, worden de op deze wijze vrijgemaakte bedragen in geldmarktfondsen belegd

7. K.B. Leven van 14 november 2003 (B.S. 15 november 2003), art. 72 § 2, 13°. De gehanteerde methodologie wordt toegelicht door de CBFA in “Studies en Documenten nr. 21” van juli 2003 (bijgewerkt in juli 2005).
8. Een vaak gemaakte fout is te werken met de verwachte gemiddelde prestatie van bv. een aandelenmarkt en niet te kijken naar de historische verdeling van de return rond het gemiddelde. Zo bedraagt de gemiddelde return van de S&P500 index van 1926 tot en met 2004 +12,36% per jaar, terwijl de verdeling rond dit gemiddelde niet normaal is met uitschieters van -28% tot meer dan +50% per jaar. Het grootste aantal waarnemingen ligt overigens in de categorie van -4% tot -8% per jaar.
9. Een voordeel van het uitsluitende gebruik van “in house”-fondsen voor de constructie van een dakfonds, is dat men in principe een beter inzicht heeft in de manier waarop die fondsen worden beheerd en in de eventuele toekomstige wijzigingen in dit beheer. Dit argument weegt o.i. evenwel niet op tegen de hogere opbrengsten die mogelijk zijn door het maximale gebruik van open architectuur en door steeds te kiezen voor de consistent beter presterende fondsen.
10. Een van de grootste problemen bij het evalueren van beleggingsrisico's is het feit dat waarnemingen of omgevingsfactoren door de fondsbeheerder vaak “gekleurd” worden ingeschat (een teveel aan zelfvertrouwen, de idee dat de toekomst op het verleden zal lijken, informatie naast zich neerleggen die niet past binnen het eigen referentiekader,...). Zie J. HOLLYER, *Fixed Income Management: The Core Satellite Approach*, The Vanguard Group, 2005.

en dit tot duidelijk is welke de redenen zijn voor de “stop loss”-activering<sup>11</sup>.

Het toepassen van een dergelijke “stop loss”-techniek veroorzaakt kosten, weliswaar niet op het vlak van het in- en uitstappen uit een fonds (een institutionele belegger betaalt meestal sowieso 0%), maar wel ter hoogte van de depositobank (kosten van de effectennota, enz.). Deze kosten vormen echter maar een fractie van de verliezen die kunnen worden geleden door passief de verslechterende marktomstandigheden te ondergaan. In de praktijk leidt het introduceren van een dergelijke dynamische “stop loss”-techniek tot het realiseren van een beperkte vorm van kapitaalbescherming. Immers, door systematisch fondsen te verkopen die onder een vooraf vastgelegd niveau dalen, wordt een verdere erosie van het ingezette kapitaal voorkomen.

Beleggingsfondsen zijn evenwel geen rechtstreekse aandelen- of obligatiebeleggingen. M.a.w., wanneer een “stop loss” wordt geactiveerd, kan niet onmiddellijk worden verkocht maar dient gewacht tot de volgende netto inventariswaarde is berekend. Er speelt dus een vertragingseffect waardoor doorgaans één dag wordt verloren vergeleken bij een onmiddellijke verkoop van bv. een aandeel in de markt<sup>12</sup>. Dit kan ertoe leiden dat in dalende markten meer verlies wordt geboekt dan kon worden verwacht op basis van het vooraf bepaalde “stop loss”-niveau.

Deze dynamische “stop loss”-techniek mag niet worden verward met een “market timing”-mechanisme: hij doet uitsluitend waarvoor hij is bedoeld, d.w.z. een bodem leggen onder de koers. Ten slotte betekent het gebruik van deze dynamische “stop loss”-techniek niet dat de gerealiseerde prestaties niet voortdurend moeten worden afgezet tegen de verwachte, dat de risicoparameters niet moeten worden berekend en dat op periodieke basis de macro-economische verwachtingen niet tegen het licht moeten worden gehouden. Wij verwijzen in dit verband naar het hoger vermelde stroomdiagram.

#### 4. Op zoek naar beleggingsfondsen met consistent superieure prestaties

In punt 1 hebben wij aangegeven dat er naar onze mening sprake is van consistentie in de meeropbrengsten van sommige beleggingsfondsen. Wij baseren ons hiervoor o.a. op eigen onderzoek waarbij wij een analyse hebben gemaakt van de consistentie van de resultaten van beleggingsfondsen op basis van de S&P's “offshore” database en S&P's sectorindelingen. Wij illustreren onze bevindingen aan de hand van de volgende drie voorbeelden<sup>13</sup>.

##### i) S&P's categorie “Fixed Income Europe Emerging Markets”

Totaal aantal fondsen in de verzameling en die minstens drie jaar bestaan: 13
Gemiddelde prestatie over deze drie jaar van alle betrokken fondsen: +22,39%
Gemiddelde volatiliteit en Sharpe ratio over deze drie jaar van alle betrokken fondsen: 7,04 en 0,50
Beste drie fondsen over drie jaar
1) Ashmore Russian Debt: +36,48%
2) DEKA Convergence Renten: +33,59%
3) KBC Bonds Central Europe: +24,73%
Slechtste drie fondsen over drie jaar:
1) Schroder ISF Convergence Europe Bond: +8,84%
2) Vontobel East Europe Bond: +16,70%
3) Lombard Odier Horizon EU Convergence Bond: +19,14%
Verskil tussen de beste en de slechtste prestatie over drie jaar: 27,64%

##### ii) S&P's categorie “Smaller Companies North America”

Totaal aantal fondsen in de verzameling en die minstens drie jaar bestaan: 62
Gemiddelde prestatie over deze drie jaar van alle betrokken fondsen: +68,75%
Gemiddelde volatiliteit en Sharpe ratio over deze drie jaar van alle betrokken fondsen: 15,26 en 1,08
Beste drie fondsen over drie jaar
1) VAM American Special Opportunities: +122,11%
2) Royce US Smallcap: +114,81%
3) JPM America Microcap: +98,82%
Slechtste drie fondsen over drie jaar:
1) Emerge Capital: -27,39%
2) MFS Meridian US Emerging Growth: +31,13%
3) Amex Epic US Mid & Small Caps: +36,18%
Verskil tussen de beste en de slechtste prestatie over drie jaar: 149,50%

11. Een andere manier om een “stop loss” toe te passen is in functie van de relatieve prestatie van het fonds tegenover zijn referte-index. Het fonds wordt verkocht indien het bv. op een termijn van drie maanden x% verliest tegenover de prestatie van zijn referte-index. Onze voorkeur gaat echter naar een absolute “stop loss”-techniek die – onafgezien van wat de referte-index doet – wordt toegepast. Hierdoor wordt vermeden dat een fonds wordt behouden omdat het beter doet dan zijn referte-index, terwijl het fonds en de referte-index beide fors verliezen. M.a.w., de relatieve benchmarking is binnen het beheer van een modern dakfonds niet op zijn plaats.
12. Sommige beleggingsfondsen kennen geen dagelijkse liquiditeit, maar een wekelijkse of maandelijke. Uiteraard zal in deze gevallen de verkoop met grotere vertraging geschieden waardoor het verlies aanzienlijk groter kan uitvallen dan verwacht op basis van de “stop loss”-techniek. Fondsen met een dagelijkse liquiditeit genieten daarom de voorkeur.
13. Gelijkaardige vaststellingen gelden voor alle andere door S&P gebruikte (sub)activaklassen in de database van de “offshore”-fondsen. De gebruikte (sub)activaklassen zijn deze zoals gedefinieerd door S&P's. De beleggingshorizon is drie jaar. De referentiemunt is de euro. Alle cijfers zijn per 31 januari 2006.

### iii) S&P's categorie "Hegde Fund of Funds"

Totaal aantal fondsen in de verzameling en die minstens drie jaar bestaan: 254
Gemiddelde prestatie over deze drie jaar van alle betrokken fondsen: +15,65%
Gemiddelde volatiliteit en Sharpe ratio over deze drie jaar van alle betrokken fondsen: 8,59 en 0,21
Beste drie fondsen over drie jaar
1) Galileo Emerging Markets: +98,48%
2) Shimoda Russian Renaissance: +76,30%
3) Value Catalyst: +68,48%
Slechtste drie fondsen over drie jaar:
1) Voyager Sprinter: -40,41%
2) FMG US Hedge Fund: -18,19%
3) Voyager Haven: -17,39%
Verskil tussen de beste en de slechtste prestatie over drie jaar: 138,89%

Een eerste vaststelling is dat de rendementsverschillen over 3 jaar binnen eenzelfde sector aanzienlijk zijn. Zoals hoger gemeld, veranderen deze conclusies niet zo men het onderzoek uitbreidt naar alle andere beleggingscategorieën zoals gedefinieerd door S&P's<sup>14</sup>. Indien men de observatieperiode verkort tot 1 jaar of verlengt tot 5 jaar, blijven dezelfde fondsen het beter doen dan het gemiddelde van hun sector (top 3 fondsen), resp. slechter (zwakste 3 fondsen). Bovendien blijkt dat hoe ruimer de verzameling beleggingsfondsen is die men bij deze analyse betreft, hoe hoger de waarschijnlijkheid dat men dergelijke consistent beter presterende fondsen identificeert. Vandaar dus de keuze voor open architectuur en voor een "tak 23"-polis als beleggingsvehikel. Hierop voortbouwend, lijkt het kiezen voor een fonds op basis van zijn goede historische prestatie een logische stap. Maar het dient benadrukt dat het hier uitsluitend historische prestaties betreft. Onverminderd blijft de vraag daarom of een fonds dat vroeger goed heeft gepresteerd, dit ook in de toekomst zal doen.

Iedereen kent het zinnetje dat *"in het verleden behaalde rendementen geen garantie vormen voor de toekomst"*, m.a.w. de toekomstige opbrengst van een risicovolle belegging kan meevallen of tegenvallen. Prof. em. R. Van

der Elst, de "éminence grise" in Vlaams beleggersland, verwijst in zijn laatste boek<sup>15</sup> naar S. Duchateau die stelt dat het geen zin heeft om in fondsen te beleggen die in het verleden de beste prestaties hebben behaald omdat precies deze goede historische prestatie een indicatie zou zijn van een toekomstige slechte. Volgens Van der Elst verdient het daarom de voorkeur in indexfondsen, passief beheerde fondsen, te investeren omdat deze een lagere kostenstructuur kennen en op lange termijn regelmatig zouden presteren. M.a.w., Van der Elst verdedigt de stelling dat de prestatie op termijn van ieder beleggingsfonds tendert naar het gemiddelde van de sector waarin het actief is.

Wij zijn het met deze stelling niet eens. De discussie tussen de voorstanders van actief en van passief beheerde fondsen is een discussie die volop woedt en nog niet tot definitieve besluiten heeft geleid. Of om het wat plastischer uit te drukken: verkiest men de Warren Buffet aanpak of het kopen van de S&P's 500 index<sup>16</sup>? Managers van actief beheerde fondsen hebben de bedoeling de "markt" te verslaan, terwijl indexfondsen simpelweg de prestatie van een index willen reproduceren. Omdat "indextrackers" inderdaad doorgaans lagere kosten kennen, geniet deze aanpak niet alleen volgens Van der Elst de voorkeur<sup>17</sup>. Maar hoe dan de lange termijn beleggingsprestatie van een Warren Buffet verklaren? Hoe dan onze eigen empirische bevindingen plaatsen? Ontelbare boeken en studies zijn sinds het begin van de zeventiger jaren van de vorige eeuw over dit onderwerp verschenen, terwijl de grote dataleveranciers inspanningen doen om instrumenten ter beschikking te stellen die de consistent beter presterende fondsen moeten identificeren<sup>18</sup>. Probleem hierbij is dat het doorgaans moeilijk is statistisch te bewijzen dat een duurzame "outperformance" niet het gevolg is van geluk, wel echter van inzicht en kunde. Maar stellen dat inzicht en kunde van geen tel zijn omdat hun impact statistisch moeilijk is te meten, is een vals argument. Bovendien worden meer en meer detail-

14. Het gebruik van de databases van Morningstar leidt tot vergelijkbare conclusies.

15. R. VAN DER ELST, *Winnen met Beleggingsfondsen*, Antwerpen, Standaard Uitgeverij, 2005, p. 77-78.

16. Warren Buffet kocht einde 1962 zijn eerste aandelen in Berkshire Hathaway Inc. tegen 15 USD/stuk. Op 30 december 2005 kostten deze zelfde aandelen 88.920 USD/stuk, wat overeenkomt met een gemiddeld jaarlijks actuariael rendement van 22,39% of ongeveer twee keer zo hoog als dat van de S&P's 500 index. Berkshire Hathaway Inc. kan beschouwd worden als een gediversifieerd beleggingsfonds met de grootste belangen in de sectoren financiën en verzekeringen, vastgoed en verbruiksgoederen.

17. In de tien jaar t.e.m. 31 december 2003 bedroeg de gemiddelde jaarlijkse opbrengst van een indexfonds 10,40%, terwijl een actief beheerd aandelenfonds gemiddeld 9,60% p.j. opbracht (*Active Management and Indexing*, The Vanguard Group, 2005. De Vanguard groep is de grootste beheerder van indexfondsen ter wereld). Hierbij wordt echter de prestatie van een index vergeleken met de gemiddelde prestatie van een beleggingsfonds. Deze benadering gaat er dus van uit dat geen fondsen bestaan die het op lange termijn beter doen dan hun referentie-index.

18. S&P's bv. publiceert een halfjaarlijks rapport met informatie over de consistentie van de prestaties van de beste US fondsen over drie en vijf jaar: *Standard & Poor's Mutual Fund Performance Persistence Scoreboard*, December 31, 2005.

studies gepubliceerd die aantonen dat er wel degelijk sprake is van consistentie in de meeropbrengsten<sup>19</sup>.

Meer in het bijzonder wat dakfondsen betreft, is er de recente studie van Fund Market die tot de conclusie komt dat dakfondsen die een beroep doen op fondsen van derden over de periode 30 september 2002 tot 30 september 2005 gemiddeld een meerrendement genereren van 3,60% vergeleken met fondsen die rechtstreeks in aandelen beleggen (categorie “wereldwijde aandelenfondsen”). Bovendien worden dakfondsen gemiddeld gekenmerkt door een hogere alfa, een lagere bèta, een lagere volatiliteit en een lagere maximale “drawdown”<sup>20</sup>. De hoger genoemde “outperformance” ontkracht tegelijkertijd het vaak gehoorde argument dat dakfondsen als gevolg van een zwaardere kostenstructuur op hun rendement zouden inboeten, vergeleken met een rechtstreekse investering in fondsen actief in dezelfde (sub)sector.

Bij (voorlopig?) gebrek aan een definitief theoretisch bewijs dat fondsbeheerders dankzij een doordachte methodologie op lange termijn inderdaad beter kunnen presteren dan hun referentie-index, dient bijgevolg voortgebouwd op empirische studies en op de historische prestaties van beleggingsfondsen zoals deze terug zijn te vinden in de gegevensbanken van bv. Lipper, Morningstar en S&P's.

## 5. Besluit

De eigen bevindingen tezamen met een aantal recente publicaties, geven aan dat kiezen voor historisch goed presterende fondsen de waarschijnlijkheid verhoogt ook in de toekomst een beter dan gemiddelde return te realiseren. Dankzij open architectuur die gebruik maakt van

een modern dakfonds als onderliggend actief van een “tak 23”-polis, breidt het universum van fondsen waartussen kan worden gekozen, fors uit. Dit verhoogt de kans dat fondsen worden geïdentificeerd met consistent betere prestaties dan het gemiddelde van hun sector.

De eerste overweging bij het ontwerpen van een dakfonds is het vastleggen van de rendementsdoelstelling. Nadien zal de toewijzing over alle activa- en subactivaklassen gebeuren op basis van de macro-economische analyse. De verdere invulling met individuele fondsen vindt plaats rekening houdend met de principes van kern/satellietposities en van een dynamische activatoewijzing. Het op een dergelijke manier samengestelde dakfonds kan vergeleken worden met een portefeuille individuele effecten die aan een vooraf bepaalde rendement- en risicodoelstelling dient te voldoen.

Een permanente risicobeheersing en -controle zijn essentieel om de rendementsdoelstelling te realiseren. Risicobeheersing gebeurt door uitsluitend een beroep te doen op beleggingsfondsen waardoor het individuele effectenrisico quasi wordt geëlimineerd. Om het hoofd te bieden aan de meeste andere risico's binnen het beheer van een dakfonds, wordt een dynamische “stop loss”-techniek aanbevolen die toelaat op een volledig objectieve manier eventuele negatieve koersbewegingen van de onderliggende fondsen op te vangen. Tevens staat hierdoor een beperkte vorm van kapitaalbescherming ter beschikking. Ten slotte zorgen de periodieke update van de macro-economische situatie en verwachtingen, de permanente resultaatmeting, de vergelijking met de rendementsdoelstelling en de berekening van de risicoparameters voor een voortdurende ijking van de gerealiseerde prestaties met de verwachte.

19. IBBOTSON en PATEL bv. stellen dat een Amerikaans beleggingsfonds met een historische prestatie in zijn categorie binnen de top 5% over één jaar, 65% kans heeft om ook in de toekomst beter te scoren dan het gemiddelde van zijn sector en dit op basis van waarnemingen over 22 jaar (R. IBBOTSON and A. PATEL, *Do Winners Repeat with Style?*, R. Ibbotson & Associates, February 2002). Voorbeelden van fondsmanagers die jaar in jaar uit beter presteren dan hun referentie-index zijn legio. Een bloemlezing is terug te vinden in R.J. SHOOK, *The Winner's Circle. Wall Street's Best Mutual Fund Managers*, J. Wiley & Sons, 2005. Een concreet voorbeeld ten slotte is het Fidelity Special Situations Fund. Dit fonds wordt sinds december 1979 onafgebroken beheerd door A. Bolton. Sinds 1980 heeft het een jaarlijkse return gerealiseerd van 19,90%, vergeleken met 13,50% voor zijn referentie-index, de FTSE All Share.

20. *Do Funds of Funds add Value for Investors?*, Fund Market, October 2005.