



**Mark SCHOLLIERS**

Managing partner van

Precisis nv

Partner bij Financial

Research & Development

(FRD) nv

# Actief versus passief beheer: de Belgische aandelenmarkt als testcase

Modellen ter verklaring van de werking van de financiële markten zoals de Efficiënte Markten Hypothese ('EMH') kennen belangrijke tekortkomingen. De betere portefeuille-beheerders buiten deze uit met als resultaat consistent hogere rendementen dan deze van hun referentie-index, bij een vergelijkbaar risico. De prestaties op lange termijn van een aantal beleggingsfondsen in Belgische aandelen zijn hiervan een voorbeeld. Ze tonen aan dat actief management loont. Bovendien, en in tegenstelling tot de gekende caveat die zegt dat prestaties uit het verleden geen voorafspiegeling zijn van toekomstige prestaties, blijkt dat historische rendementen wel degelijk een indicatie geven over de te verwachten opbrengsten<sup>1</sup>.

## Active versus Passive Management: the Belgian Equity Market as a Test Case

*Models providing an explanation of the way in which the financial markets work, such as the Efficient Markets Hypothesis ('EMH'), suffer from some serious flaws. Senior portfolio managers take advantage of these shortcomings in order to realise returns that are consistently higher than those of their reference index, the risk being similar though. The long-term performance rate achieved by a number of funds investing in Belgian shares may serve as an example of this and shows that active management really pays off. Moreover, past returns actually may be taken as an indication of future ones, in spite of the usual caveat according to which returns from the past should not be considered as a forecast of future performance.*

### 1. Actief beheer als bron van alfa<sup>2</sup>

Zou de Efficiënte Marktenhypothese ('EMH') zoals samengevat door E. Fama correct zijn<sup>3</sup>, dan was actief management vrijwel zinloos. Immers, efficiënte markten

sluiten het gedurende langere tijd optreden van anomalieën uit. Marktdeelnemers kunnen deze dus niet systematisch uitbuiten zodat ze op lange termijn geen extra rendement kunnen binnenhalen. Daarom is voor adepten van EMH beleggen in referentie-indices, bv. via Exchange Traded

1. De auteur is licentiaat in de economische wetenschappen (VUB) en Master of Science in Management (Boston University). Hij is lid van de Belgische Vereniging van Financiële Analisten, van de Belgische Vereniging voor Financiële Planning (FinPlan) en van de Amerikaanse Financial Planning Association (FPA). Precisis nv ([www.precisis.be](http://www.precisis.be)) en Financial Research & Development (FRD) nv ([www.frd.be](http://www.frd.be)) zijn bedrijven die zich toelagen op de macro-economische analyse, trendanalyse, activatoewijzing en op het identificeren van de best presterende beleggingsfondsen.
2. De return van een effect, portefeuille of fonds in relatie tot de verwachte marktreturn wordt alfa genoemd. Een alfa hoger dan 0 betekent dat het effect, portefeuille of fonds beter dan zijn referentie-index heeft gepresteerd, rekening gehouden met het genomen risico.
3. E. FAMA, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance* 1970, 25, (2), pp. 383-417. Deze theorie stelt dat de prijs van een publiek genoteerd effect op ieder ogenblik alle beschikbare informatie en toekomstverwachtingen weerspiegelt. Dit zou zo zijn omdat mensen in effecten handelen op basis van rationele verwachtingen: wijzigt een extern gegeven (bv. de winst van een bepaald aandeel komt een stuk lager uit dan algemeen verwacht), dan zal de markt dit gewijzigde gegeven meteen verdisconteren in een lagere prijs voor het effect in kwestie. EMH stelt niet dat iedere marktdeelnemer afzonderlijk rationeel handelt, maar dat de markt als geheel en op lange termijn dit wel doet. De onderliggende veronderstelling is dat individuele reacties van de marktdeelnemers (de ene reageert bv. feller dan de andere op nieuwe informatie) een normaalverdeling volgen, zodat de markt als geheel efficiënt is. De aanname dat de reacties van de marktdeelnemers een normaalverdeling volgen, is een van de zwakheden van EMH.



Funds ('ETF'), de aangewezen oplossing: minder kosten dan bij actief beheer en de zekerheid de indexprestatie van nabij af te spiegelen. Bovendien impliceert EMH dat een positieve of negatieve afwijking van de referte-index zal worden gevolgd door een correctie terug naar de benchmark. Deze 'mean reversion' is een extra reden voor sommige investeerders om niet te zoeken naar een consistente outperformance. Ook veel institutionele beleggers (e.g. pensioenfondsen), zijn die richting ingeslagen met in het achterhoofd de bijkomende overweging dat een prestatie afleveren die deze van de benchmark stelselmatig benadert, niet meteen aanleiding zal geven tot kritiek.

De aanname dat markten efficiënt zijn, staat echter onder druk. Emoties, momentum en het (onbewuste) gebruik van foutieve denkschema's bepalen evenzeer hun evolutie; soms primeert het irrationele<sup>4</sup>. Daarnaast werden de jongste decennia nieuwe financiële producten en technieken ontwikkeld, die dermate complex zijn dat ze slechts worden begrepen door mathematici (de zgn. 'quants'). De complexiteit van deze nieuwe producten en technieken creëert een ongelijk speelveld: niet alle informatie staat op ieder ogenblik en in dezelfde mate ter beschikking van alle marktdeelnemers<sup>5</sup>. Hierdoor komt EMH nog meer in de verdrukking. Ten slotte moet eraan worden herinnerd dat EMH eendimensionaal is. Hiermee bedoel ik dat zo bv. de S&P500 index als benchmark voor een portefeuille wordt gebruikt, deze portefeuille in principe zijn investeringen dient te beperken tot de aandelen die deel uitmaken van de S&P500 om een correcte evaluatie van zijn return volgens de regels van EMH mogelijk te maken. Zo past bv. het permanent aanhouden van een cashpositie met de bedoeling een minimale onmiddellijke liquiditeit te realiseren, niet in dit concept. Bovendien kost beleggen geld: de kosten van het samenstellen, beheren en administreren van een passief beheerde

portefeuille of fonds zullen hoe dan ook aanleiding geven tot een minderprestatie vergeleken met de benchmark. Een passief beheerde portefeuille of fonds zal daarom nooit ver onder zijn referte-index presteren, maar een consistente outperformance is uitgesloten.

De aannames waarop EMH is gebouwd samen met het eendimensionale karakter ervan, bieden kansen aan portefeuillebeheerders die gebruik maken van reëel actief management om extra rendement te creëren, m.a.w. om een prestatie neer te zetten die consistent deze van de benchmark overtreft. Dit komt tot uiting in de prestaties van sommige beleggingsfondsen. Hoewel bv. in de Verenigde Staten volgens Malkiel 79% van de fondsen op lange termijn niet beter doet dan zijn referte-index<sup>6</sup>, betekent dit tegelijkertijd dat een aantal wel zijn benchmark overtreft. De wijze waarop dit consistent hoger rendement tot stand komt, is te danken aan actief management. Wat onder deze brede noemer valt, verschilt. Sommige fondsen zullen voor de eigen beleggingen de weging van de componenten van hun benchmark grondig aanpassen, andere zullen tijdelijk bv. het gedeelte cash van de portefeuille laten oplopen<sup>7</sup>. In het kader van deze bijdrage is dit echter verder zonder belang. Wat telt is – gegeven een bepaalde referte-index – dat er beleggingsfondsen bestaan die deze index op een consistente manier en gedurende lange tijd overtreffen.

De selectie van de consistent beter presterende fondsen – gegeven een bepaald land, regio of sector – gebeurt veelal op basis van de volgende variabelen: i) het rendement op lange termijn (van 3 tot 10 jaar en langer), ii) de standvastigheid waarmee dit rendement tot stand komt (de standaardafwijking), en iii) de mate waarin de prestatie van het fonds die van zijn benchmark overtreft (de Information Ratio -IR)<sup>8</sup>.

4. Zie o.a. A. TVERSKY & D. KAHNEMAN, "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases", *Science*, New Series, Vol. 185, No. 4157 (September 27, 1974), pp. 1124-1131, W. DE BONDT & R. THALER, "Does the Stock Market overreact?", *The Journal of Finance*, 1985, 40 (3), pp. 793-805, A. TVERSKY & D. KAHNEMAN, "Rational Choice and the Framing of Decisions", *The Journal of Business*, 1986, 59 (S4), pp. S251-S278, R. SHILLER, "Irrational Exuberance", 2<sup>nd</sup> Edition, Crown Business Press, 2006, 336 p.; D. KAHNEMAN, "Thinking, fast and slow", Allen Lane, 2012, 499 p.
5. In België wordt deze problematiek geïllustreerd door het Memorandum van de FSMA van 20/06/2011 dat financiële instellingen uitnodigt niet langer de promotie te verzorgen van 'nodeloos ingewikkelde gestructureerde producten'.
6. B. MALKIEL, "The Efficient Market Hypothesis and Its Critics" in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 1, 2003, pp. 59-82. Bij het interpreteren van dit cijfer dat betrekking heeft op de S&P500 index moet men er rekening mee houden, dat heel wat zogenaamd actief beheerde fondsen helemaal niet actief worden beheerd. Hun prospectus laat niet toe in voldoende mate van hun benchmark af te wijken opdat ze het label actief beheer zouden verdienen. In feite zijn het indexfondsen die omdat ze zogezegd actief opereren, een hogere managementvergoeding in rekening kunnen brengen. De combinatie pseudo-indexfondsen/hogere kosten verklaart meteen waarom ze hun benchmark nooit kunnen verslaan.
7. De mate waarin een fonds dat bv. een welbepaalde aandelenindex als benchmark heeft niet volledig belegd is, geeft aanleiding tot controverse: hoe kan men immers de prestaties van dit fonds beoordelen als het door tijdelijk op de geldmarkt te beleggen, belangrijk afwijkt van zijn referte-index? Het consistent realiseren van een positieve alfa heeft echter alles te maken met het systematisch niet blind reproduceren van de eigen benchmark dankzij bv. tijdelijk naar cash over te schakelen, door belangrijk af te wijken van de weging van de indexvariabelen, of nog, door een beroep te doen op alternatieve technieken zoals shorten of het kopen van putopties. Voor de gemiddelde fondsenbelegger is de techniek die gebruikt wordt om de index te verslaan, irrelevant. Wat telt, is dat het fonds op lange termijn beter presteert dan zijn benchmark.
8. De Information Ratio ('IR') geeft aan hoe een effect, portefeuille of fonds heeft gepresteerd vergeleken met zijn referte-index. De IR is gelijk aan de fondsprestatie verminderd met die van zijn benchmark en gedeeld door de tracking error (de standaardafwijking van het verschil tussen de return van het fonds en deze van de index).

## 2. De Belgische aandelenmarkt als testcase

Met de bedoeling na te gaan of consistent beter presterende fondsen ook op de Belgische beurs actief zijn, heb ik de prestaties van fondsen die uitsluitend beleggen in Belgische aandelen tegen het licht gehouden. De onderzochte periode beslaat 12 jaar en 9 maanden (van 01/01/2000 t.e.m. 30/09/2012), d.w.z. een voldoende lange periode om tot betekenisvolle besluiten te kunnen komen, gekenmerkt door perioden van zowel sterk stijgende (bv. TMT bel) als instortende (bv. financiële crisis) beurskoersen. De in de onderstaande tabel opgenomen fondsen betreffen alle beleggingsfondsen die gedurende deze hele periode actief waren op de Belgische beurs. De nettoinven-

tariswaarden ('NIW') zijn deze zoals aangeleverd door Bloomberg®. De NIW verrekenen niet alleen de eigenlijke beheerskosten, maar ook alle andere kosten eigen aan een beleggingsfonds (administratie, audit, kosten van aan- en verkoop van de effecten,...), met uitzondering van eventuele instap- en/of uitstapkosten. Indien verschillende versies van eenzelfde fonds worden aangeboden, heb ik steeds de retailversie weerhouden met kapitalisatie van de ontvangen dividenden en eventuele andere uitkeringen. Als referentie-index gebruik ik de Belgian All Shares Total Return Net index ('BAS TR'), een index die de evolutie van de totale Belgische aandelenmarkt goed weergeeft en die de ontvangen netto dividenden herinvesteert<sup>9</sup>.

Naam, ISIN code en datum van oprichting	Benchmark gebruikt door het fonds	Activa in beheer (in miljoen EUR)	NIW op 01/01/2000 (in EUR)	NIW op 30/09/2012 (in EUR)	Procentueel verschil van 01/01/2000 t.e.m. 30/09/2012	Meer- of minderprestatie vergeleken met de BAS TR index
<b>Belgian All Shares TR Index Net (BAS TR)</b>		n.v.t.	<b>19076,00</b>	<b>26263,80</b>	<b>+37,68%</b>	n.v.t.
Argenta Actions belges LU0056758476 26/04/1994	BEL 20 PR	16,9	4194,53	4210,05	+0,37%	-37,31%
AXA B Fund Equity Belgium BE0152676954 25/10/1994	60% BEL Midcap TR + 40% BEL Smallcap TR	15,1	345,71	454,63	+31,51%	-6,17%
BNPP B Fund Equity Belgium BE0127752039 16/05/1991	60% BEL 20 TR + 30% BEL Midcap TR + 10% BEL Smalcap TR	186,6	415,97	528,94	+27,16%	-10,52%
Degroof Equities Belgium Active BE0944426346 08/05/1991	BAS TR	103,90	98,37	207,41	+110,86%	+73,18%
Dexia Equities B Belgium BE0942851115 30/04/1998	BAS TR	197,5	353,33	440,92	+24,79%	-12,89%
Hermes Belgian Growth (Bank Delen) BE0172066855 29/10/1999	30% BEL Midcap TR + 70% BEL Smallcap TR	67,1	104,94	132,55	+26,31%	-11,37%
ING B Invest Belgium BE0124921827 01/10/1976	BEL 20 Private TR	96,4	969,28	1155,91	+19,25%	-18,43%
ING B Invest Belg. High Div. BE0125503822 28/02/1991	BEL 20 Private TR	85,5	1233,48	1656,18	+34,27%	-3,41%
KBC Multitrack Belgium BE0126900241 29/06/1999	BEL 20 PR	62,2	113,87	120,87	+6,15%	-31,53%

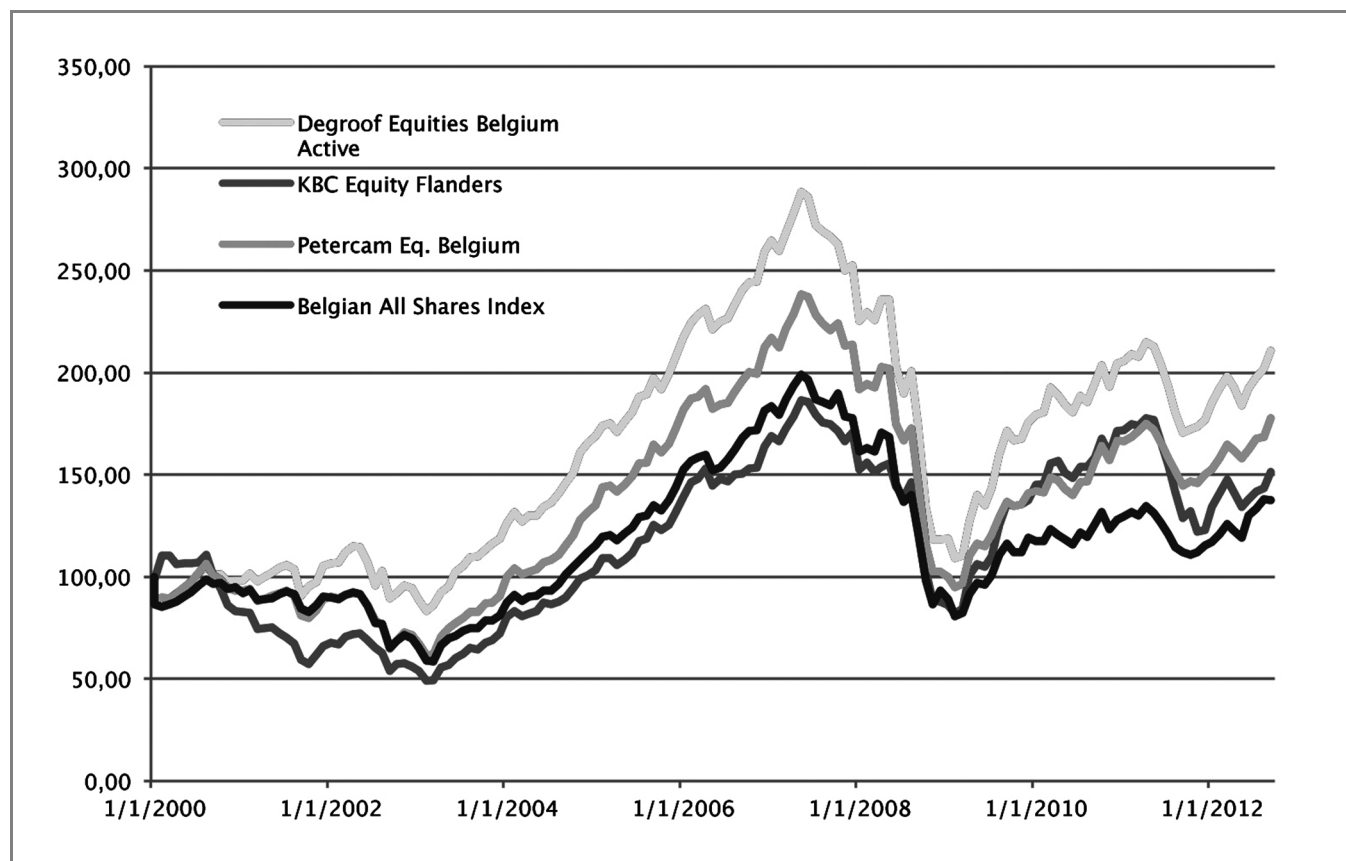
9. Sommige fondsen gebruiken als benchmark een prijsindex ('PR'). Dit is niet correct omdat een PR index de uitgekeerde dividenden niet kapitaliseert, terwijl de fondsen die deze index als benchmark gebruiken dit wel doen. Dit leidt tot optisch aantrekkelijker resultaten (bv. op fact sheets) dan dat ze in werkelijkheid zijn.



Naam, ISIN code en datum van oprichting	Benchmark gebruikt door het fonds	Activa in beheer (in miljoen EUR)	NIW op 01/01/2000 (in EUR)	NIW op 30/09/2012 (in EUR)	Procentueel verschil van 01/01/2000 t.e.m. 30/09/2012	Meer- of minderprestatie vergeleken met de BAS TR index
KBC Equity Fund Belgium BE0129009966 26/02/1999	BEL 20 Instit. TR	40,3	437,89	366,41	-16,32%	-54,00%
KBC Equity Fund Flanders BE0164243223 28/05/1997	VLAM 21 PR	20,5	896,48	1357,89	+51,47%	+13,79%
Petercam B Fund Equities Belgium BE0943879693 17/05/1991	BAS TR	62,6	46,27	82,11	+77,45%	+39,77%
Puilaetco Dewaay Belgium BE0127681295 24/06/1991	BAS TR	35,4	114,33	150,51	+31,65%	-6,03%
Sicav Placeuro Belgian Value LU0061382411 07/08/1992	BEL 20 PR	2,5	6,13	4,82	-21,48%	-59,16%

Op 14 fondsen doen 3 het beter dan de BAS TR referentie-index (= 21,4%). Deze verhouding bevestigt voor België de door Malkiel gemaakte vaststelling (zie voetnoot 6): op een termijn van tien jaar en meer, slaagt in de Verenigde Staten slechts één fonds op vijf erin om zijn referentie-index te verslaan. De prestatieverschillen zijn significant. Het

beste fonds scoort bijna drie keer beter dan de benchmark, terwijl de lantaarndrager het 1,6 keer slechter doet. De prestatie op lange termijn van de fondsen die de index overtreffen, wordt geïllustreerd door de volgende grafiek (van begin 2000 tot en met eind september 2012).



De fondsen van Degroof en Petercam scoren over de gehele onderzochte periode beter dan de referentie-index. Het KBC-fonds overtreft per saldo eveneens de benchmark, maar dit gebeurt pas vanaf 2009<sup>10</sup>. Zoals uit onderstaande tabel blijkt, is de outperformance niet gebonden aan de beleggingstermijn. Bij instap op 1 januari van ieder jaar sinds 2000 t.e.m. 2009 is de BAS TR vergeleken bij de drie best presterende fondsen telkens de minst goede keus. Dit betekent dat terugkijkend van eind september 2012 tot begin 2000, het op 13 waarnemingen 10 keer de voorkeur verdiende in de historisch best presterende fondsen te beleggen en niet te kiezen voor een indexaanpak.

Instap op... t.e.m. 30/09/2012	Degroof Equities Belgium Active	KBC Equity Flanders	Petercam Eq. Belgium	Belgian All Shares Index TR
1/01/2000	110,86	51,47	77,45	37,68
1/01/2001	114,85	82,38	90,57	44,95
1/01/2002	100,19	128,95	99,54	52,43
1/01/2003	123,65	170,58	148,78	96,69
1/01/2004	77,54	108,92	95,59	69,54
1/01/2005	27,34	50,28	34,89	22,69
1/01/2006	1,58	14,97	2,82	-4,22
1/01/2007	-18,63	-7,53	-16,43	-24,09
1/01/2008	-16,46	-11,13	-16,95	-22,58
1/01/2009	78,03	72,35	73,12	47,63
1/01/2010	20,18	10,10	26,05	15,37
1/01/2011	3,10	-11,59	6,53	7,75
1/01/2012 (y.t.d.)	19,36	23,32	18,13	19,40

Op basis van deze eenvoudige rendementsanalyse is het duidelijk dat een belegging in de beste actief beheerde fondsen te verkieszen is bovenop het kopiëren van de BAS TR index. Returncijfers zeggen echter niets over het genomen risico: misschien hebben de best presterende fondsen grote risico's genomen om de referentie-index te kunnen overtreffen<sup>11</sup>. Volgende tabel geeft de resultaten weer van de risicoanalyse. De berekeningen betreffen geannualiseerde data die de volledige periode januari 2000 t.e.m. september 2012 bestrijken.

Parameter	Degroof Equities Belgium Active	KBC Equity Flanders	Petercam Eq. Belgium	Belgian All Shares Index TR
Actuariële jaarrendement	8,70%	4,04%	6,08%	2,96%
Standaardafwijking	17,75%	18,96%	17,33%	17,13%
Bèta	0,95	0,89	0,96	1,00
Alfa	0,056	0,031	0,036	n.v.t.
Information Ratio (IR)	0,49	0,09	0,36	n.v.t.
Correlatie met BAS TR	0,92	0,81	0,95	1,00

Het beduidend hogere actuariële jaarrendement van de drie topfondsen komt tot stand zonder het nemen van buitensporige risico's. De standaardafwijking en de bèta van de fondsen van Degroof en Petercam zijn in lijn met die van de benchmark. Alfa en IR zijn voor de drie fondsen duidelijk positief. Ten slotte is de correlatie met de benchmark van de fondsen van Degroof en Petercam hoog. Het KBC fonds – vooral als gevolg van afwijkende prestaties in de eerste jaren van de onderzochte periode – spiegelt de referentie-index minder goed af, wat blijkt uit de cijfers voor de standaardafwijking, de bèta, de IR en de correlatie. Niettemin is zijn prestatie over de hele onderzochte periode voorbeeldig.

### 3. Besluit

Omdat o.a. de Efficiënte Markten Hypothese lacunes vertoont, slagen sommige beleggingsfondsen erin om op lange termijn hun referentie-index te verslaan. Deze outperformance is consistent, d.w.z. ze is niet het gevolg van gelukstreffers, en komt tot stand zonder het nemen van (te) veel extra risico. Ook sommige fondsen die beleggen op de Belgische beurs, slagen hierin. Het loont m.a.w. de moeite om met de meeste zorg en op basis van open architectuur de fondsen te selecteren waarin men wil beleggen. Niet alleen vermijdt men hierdoor achterblijvers, maar kan men op de koop toe een hoog extra rendement binnenhalen. Deze vaststelling geldt overigens niet alleen voor België, maar evengoed voor andere landen, regio's en sectoren.

10. Hoewel de naam uitdrukkelijk naar Vlaanderen verwijst en de eigen benchmark de Vlam 21 PR index is, belegt dit fonds evenzeer in 'Belgische' waarden zoals GdF Suez of Solvay. Niettemin wijkt de koersevolutie in de periode januari 2000-september 2001 duidelijk af van deze van de BAS TR. Dit kan erop wijzen dat de samenstelling van dit fonds in die periode belangrijk verschilde van de door ons gebruikte referentie-index.

11. Het betreft hier het relatieve risico (d.w.z. tegenover de BAS TR referentie-index) en niet het absolute risico, tegenover de risicovrije rente zoals bv. gemeten door de Sharpe ratio.