

De strategische aandelenbenchmark

Terugblik

In 2001 verscheen mijn artikel "Tien argumenten voor een wereldwijde, marktwaardegewogen aandelenbenchmark" in het VBA Journaal. Wat mij destijds inspireerde tot het schrijven van dit artikel, was mijn verbazing over de grote diversiteit in de strategische aandelenbenchmarks van onze institutionele klanten. Wat die benchmarks gemeen hadden was het gebruik van vaste gewichten voor de verschillende regio's, met doorgaans een relatief hoog gewicht voor de thuismarkt. Een concreet voorbeeld uit die tijd is 15% Nederland, 45% overig Europa, 25% Noord-Amerika, 10% Japan en 5% overig Pacific. Aangezien iedere klant zijn eigen benchmark leek te hebben, betwijfelde ik of al deze benchmarks daadwerkelijk optimaal waren.

In mijn betoog gaf ik tien argumenten om voor de strategische aandelenbenchmark simpelweg uit te gaan van een wereldwijde, marktwaardegewogen index. Dus een benchmark zonder schijnbaar wel-doordachte vaste regionale wegingen en ook zonder een structurele overweging van de thuismarkt. De strekking van deze argumenten kan als volgt worden samengevat:

- Een wereldwijde, marktwaardegewogen aandelenbenchmark vormt het theoretische uitgangspunt.
- Afwijken van dit theoretische uitgangspunt leidt zowel theoretisch als empirisch niet tot een hoger verwacht lange termijn rendement.
- Voor het handhaven van vaste wegingen is herbalanceren noodzakelijk, waaraan verschillende

David Blitz

Head Quantitative
Equity Research bij
Robeco.



nadelen zoals kosten en subjectiviteit zijn verbonden.

- Vanwege de globalisering van aandelenmarkten zijn sectoren net zo belangrijk als regio's geworden, wat een exclusieve focus op regio's steeds minder zinvol maakt.
- Structureel overwegen van de thuismarkt leidt weliswaar tot een lichte reductie van het benchmarkrisico, maar bij nadere analyse blijkt dit een verkapt valuta-effect te zijn. Afdekken van valutarisico's is zowel een logischer als een effectiever middel om het benchmarkrisico te verlagen.

Ik concludeerde dat de praktische argumenten om toch vast te houden aan benchmarks met vaste wegingen en/of een structurele overweging van de thuismarkt vooral psychologisch van aard zijn. Dergelijke benchmarks zijn op zich niet bijzonder slecht in vergelijking met een wereldwijde, marktwaardegewogen benchmark, maar wel minder objectief en feitelijk arbitrair.

Huidige stand van zaken

Anno 2009 lijkt het alsof de boodschap is overgekomen. Inmiddels lijkt een wereldwijde, marktwaardegewogen index, zoals de MSCI World, door de meeste beleggers te zijn geaccepteerd als het logische uitgangspunt en zijn creatieve regionale wegingsschema's steeds zeldzamer geworden. Ook het geheel, of voor een groot deel, strategisch afdekken van valutarisico's is steeds populairder geworden, vanuit de gedachte dat hiermee het benchmarkrisico wordt verlaagd, zonder dat dit ten koste gaat van het verwachte rendement. Hiermee wil ik overigens absoluut niet suggereren dat deze ontwikkeling zich louter heeft voltrokken als gevolg van mijn publicatie.

Ik denk dat mijn aanbeveling en argumentatie nog steeds valide zijn. Een wereldwijde, marktwaardegewogen benchmark vormt in mijn ogen dus nog altijd het logische vertrekpunt. In de tussentijd zijn er echter wel een aantal interessante nieuwe ontwikkelingen geweest. In het vervolg van dit artikel zal ik achtereenvolgens ingaan op een viertal punten die mogelijk tot herbezinning zouden kunnen leiden: opkomende markten, dividendbelastingen, fundamenteel indexation en minimum variance indices.

Opkomende markten

Alhoewel vaste regionale wegingen steeds minder populair zijn, vormen opkomende markten (emerging markets) vaak een uitzondering. Het is gangbaar om ontwikkelde markten en opkomende markten te beschouwen als afzonderlijke beleggingscategorieën, waarvoor aparte gewichten worden gespecificeerd. Het is dan ook niet verrassend dat we in de praktijk allerlei uiteenlopende keuzes zien, uiteenlopend van geen exposure naar opkomende markten tot een strategisch gewicht tot wel 20%.

Puur vanuit een beleggingsperspectief is de scheidslijn tussen ontwikkelde en opkomende markten nogal arbitrair. Op basis van de argumentatie in mijn oorspronkelijke artikel is het logische uitgangspunt om een wereldwijde, marktwaardegewogen benchmark simpelweg uit te breiden met opkomende markten, zoals in de MSCI World All Countries index. Op het moment van schrijven impliceert dat een gewicht voor opkomende markten van circa 12%. Dit is misschien echter toch iets te kort door de bocht. Een belangrijk aspect waarin opkomende markten verschillen van ontwikkelde markten is namelijk dat het veel lastiger is om valutarisico's af te dekken. Aangezien dit opkomende markten structureel iets minder aantrekkelijk maakt, zou dat een verlaagd strategisch benchmarkgewicht kunnen rechtvaardigen.

Dividendbelastingen

Ook binnen ontwikkelde markten kan er een gegronde reden zijn om toch af te wijken van een wereldwijde, marktwaardegewogen benchmark. Indien het rendement van bepaalde markten bijvoorbeeld nadelig wordt beïnvloed door dividendbelastingen, kan dat een verlaagd gewicht voor die specifieke markten rechtvaardigen.¹ Dividendbelastingen kunnen het rendement met tot wel 50 basispunten op jaarbasis nadelig beïnvloeden, zo blijkt uit een vergelijking van de rendementen van zogenaamde *gross total return indices*, waarin verondersteld wordt dat de volledige dividenuitkering wordt herbelegd, met *net total return indices*, waarin alleen de dividenden worden herbelegd die resteren na toepassing van het meest ongunstige belastingregime.²

Het is moeilijk om tot een algemeen advies te komen ten aanzien van het strategische benchmarkgewicht, aangezien de belastingstatus kan verschillen per

type belegger alsmede de vehikels waarin iemand belegt. In plaats daarvan beperk ik me daarom tot een voorbeeld. Veronderstel een Europese belegger die een dividendnadeel van 50 basispunten ondervindt bij het beleggen in de Verenigde Staten (en geen dividendnadeel elders), en een Amerikaanse belegger die alleen een dividendnadeel van 50 basispunten ondervindt bij het beleggen buiten de Verenigde Staten. Als de Europese belegger het strategische benchmarkgewicht van de Verenigde Staten met 20% verlaagt en de Amerikaanse belegger het strategische benchmarkgewicht van de Verenigde Staten met 20% verhoogt, kunnen zij beide hun verwachte benchmarkrendement met 10 basispunten verhogen.³ Deze rendementverbeteringen dienen te worden afgezet tegen het mogelijke nadeel van een verhoogd benchmarkrisico. In Blitz (2001) laat ik echter zien dat dit effect doorgaans beperkt is, zolang maar niet al te veel wordt afgeweken van de marktwaardegewogen uitgangsportefeuille.

Fundamental indexation

In Arnott, Hsu en Moore (2005) wordt betoogd dat marktwaardegewogen indices inefficiënt zijn doordat overgewaardeerde aandelen systematisch te veel gewicht krijgen en ondergewaardeerde aandelen te weinig. De auteurs stellen een alternatief voor dat aan deze nadelen tegemoet komt, namelijk een index waarbij aandelen worden gewogen op basis van hun fundamentele karakteristieken, zoals boekwaarde, omzet, winst, etc. Empirisch worden dat een dergelijke fundamentele index een hoger rendement zou hebben opgeleverd, zonder dat het risico toeneemt. Op basis van deze argumentatie en bevindingen lijken marktwaardegewogen indices dus hun langste tijd te hebben gehad.

In Blitz en Swinkels (2008) laten we echter zien dat fundamentele indices niet het ei van Columbus zijn, maar simpelweg actieve waardestrategieën vermomd als index. De wegingen van een fundamentele index verschillen namelijk alleen van die van een marktwaardegewogen index als gevolg van verschillen in waarderingsratio's, zoals de boekwaarde/marktwaarde ratio. Bovendien zijn fundamentele indices verkapt actieve strategieën, omdat ze niet consistent zijn met marktevenwicht, omdat ze geen buy-and-hold karakter hebben en omdat diverse subjectieve veronderstellingen moeten worden gemaakt. De marktwaardegewogen index is en blijft

het enige objectieve uitgangspunt dat daadwerkelijk een passief karakter heeft. Bovendien is het onwaarschijnlijk dat fundamentele indices de meest efficiënte actieve beleggingsstrategie vormen, aangezien eenvoud en elegantie bij deze indices centraal staat. Een actieve kwantitatieve strategie kan compromisloos op de waardepremie inspelen, en ook nog eens verder diversifiëren door daarnaast andere bekende anomalieën te exploiteren, zoals bijvoorbeeld het momentumeffect.

Minimum variance indices

Nog recenter is een andere nieuwe categorie indices op de markt gekomen, de zogeheten minimum variance (of minimum volatility) indices. Deze indices zijn geïnspireerd op publicaties zoals Haugen en Baker (1991) en Clarke, da Silva en Thorley (2006), die empirisch laten zien dat minimum-risicoportefeuilles een risico hebben dat ca. 30% lager is dan de marktwaardegewogen index, terwijl het rendement vergelijkbaar of zelfs iets hoger is. Blitz en van Vliet (2007) laten zien dat hetzelfde geldt voor aandelen met een laag risico; de aandelen waar voornamelijk in belegd wordt door minimum-risicoportefeuilles. Een verklaring voor het bestaan van dit effect kan zijn dat de meeste beleggers laag-risicoaandelen links laten liggen omdat ze alleen geïnteresseerd zijn in aandelen met een hoog rendement, waarmee de benchmark kan worden verslagen. In een traditioneel hiërarchisch beleggingsproces waarbij eerst het strategische gewicht in aandelen wordt vastgesteld, en vervolgens een vermogensbeheerder wordt aangesteld om de marktwaardegewogen benchmark te outperformen, belanden laag-risicoaandelen dan ook vaak tussen de wal en het schip.

Om deze impasse te doorbreken pleit van Vliet (2008) voor het onderscheiden van laag-risicoaandelen als aparte beleggingscategorie in het strategische asset allocatieproces. Als laag-risicoaandelen namelijk op hun absolute rendement/risicokarakteristieken worden beoordeeld lijkt een significante allocatie naar dit marktsegment aantrekkelijk. De resulterende strategische allocatie naar aandelen bestaat dan dus uit twee componenten: enerzijds een wereldwijde, marktwaardegewogen index met een bepaald gewicht, en anderzijds een allocatie naar laag-risicoaandelen met een apart gewicht. Het is daarbij nog niet zo evident wat de logische benchmark is voor de allocatie naar laag-risicoaandelen. Het nadeel van

minimum variance indices is dat deze gebaseerd zijn op een groot aantal subjectieve veronderstellingen aangaande de optimalisatiemethodiek, het risico-model, allerlei parameterkeuzes, etc. De decielportefeuilles in Blitz en van Vliet (2007) zijn objectiever, maar daarentegen weer te simplistisch om als benchmark te fungeren. Een mogelijke oplossing zou kunnen zijn om, net zoals een fundamentele index wordt gekenmerkt door relatief veel (weinig) gewicht voor waarde (groei) aandelen, een rules-based low risk index te construeren waarin aandelen met een laag (hoog) risico meer (minder) gewicht hebben ten opzichte van een marktwaardegewogen index. Onze eerste experimenten op dit gebied zijn hoopgevend.⁴

Samenvatting

De wereldwijde, marktwaardegewogen aandelenbenchmark die ik in 2001 propageerde is in de loop der jaren steeds meer gangbaar geworden in de praktijk. Ik ben nog altijd van mening dat een dergelijke benchmark het logische uitgangspunt behoort te zijn voor beleggers. Verder heb ik beargumenteerd dat opkomende markten in principe ook integraal kunnen worden meegenomen in die benchmark, in plaats van te worden behandeld als aparte beleggingscategorie. Beleggers die in bepaalde markten met extra kosten worden geconfronteerd, bijvoorbeeld als gevolg dividendbelastingen, zouden wel kunnen besluiten om op grond daarvan afwijkende strategische wegingen te bepalen. Fundamentele indices vormen naar mijn mening niet een superieure benchmark, maar actieve waardestrategieën vermomd als index. Hetzelfde geldt in principe voor low risk indices, maar wat deze speciaal maakt is dat ze hun succes specifiek lijken te ontleen aan de populariteit van het beleggen op basis van traditionele benchmarks. Dit pleit er voor om een uitzondering te maken en laag-risicoaandelen wel apart mee te nemen bij de strategische asset allocatie annex benchmarkkeuze.

David Blitz

Referenties

- Arnott, R.D., J. Hsu & P. Moore (2005), Fundamental indexation, *Financial Analysts' Journal*, Vol. 61, No. 2 (March/April), p.83-99
- Blitz, D.C. (2001), Tien argumenten voor een wereldwijde, marktwaardegewogen aandelenbenchmark, *VBA Journaal*, Nr. 3 (oktober), p.2-8
- Blitz, D.C., J. Huij en L.A.P. Swinkels (2009), On the performance of European index funds and ETFs, SSRN working paper, <http://ssrn.com/abstract=1438484>
- Blitz, D.C. en L.A.P. Swinkels (2008), Fundamental indexation: an active value strategy in disguise, *Journal of Asset Management*, Vol. 9, No. 4 (November), p. 264-269
- Blitz, D. C. en P. van Vliet (2007), The volatility effect, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 34, No. 1 (Fall), p. 102-113
- Clarke, Roger, Harindra de Silva en Steven Thorley (2006), Minimum-variance portfolios in the US equity market, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 33, No. 1 (Fall), p.10-24
- Haugen, R. A. en N. L. Baker (1991), The Efficient Market Inefficiency of Capitalization-weighted Stock Portfolios, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 17, No. 3, p. 35-40.
- Vliet, P. van (2008), Laag risico aandelen prima geschikt voor lange termijn beleggers, *VBA Journaal*, Nr. 3 (najaar), p.7-12

Noten

- 1 Naast de kosten van dividendbelastingen zou men ook naar andere kostenaspecten kunnen kijken, zoals stamp duty, capital gains taxes, etc.
- 2 Zie bijvoorbeeld Blitz, Huij en Swinkels (2009) die hier naar kijken in het kader van performance-evaluatie van Europese indexfondsen.
- 3 Uitgaande van de veronderstelling dat er op voorhand geen reden is om een structureel hoger of lager verwacht rendement voor Amerikaanse aandelen te verwachten.
- 4 Interne research Robeco Quantitative Strategies.