

Op planeet TOBAM wordt innovatie maximaal gestimuleerd

Door Harry Geels

TOBAM groeide in 2013 100% in beheerd vermogen en liet met een zogeheten Anti Benchmark-strategie voor wereldwijde aandelen een outperformance van 4,5 procentpunt zien. Het succes van de strategie heeft inmiddels geleid tot wetenschappelijke erkenning. De strategie wordt nu als de Most Diversified Portfolio standaard genoemd in het hoofdrijtje van smart-beta strategieën. In 2011 heeft CalPERS, het grootste pensioenfonds van de VS, een belang in TOBAM genomen, gevolgd door Amundi in 2012. We spraken met oprichter en CIO van TOBAM, Yves Chouefaty, over het succes van de strategie en de vraag of dit succes bij verdere groei weggearbitreerd kan worden.

In de literatuur spreekt men nu standaard van vier op risico gebaseerde smart-beta strategieën: Equal Weight (EW), MV (Minimum Variance Portfolio), de Most Diversified Portfolio (MDP) en Equal Risk Contribution (ERC). U moet trots zijn dat u in dit rijtje staat.

‘Ik ben uiteraard in bescheiden mate trots dat ik het MDP-concept heb bedacht, maar met name trots dat wij als pioniers gelijk hebben gekregen. Tegenwoordig zijn er diverse aanbieders van smart-beta oplossingen. Maar daaronder zitten echte pioniers en volgers. Pioniers zijn Bob Haugen, bedenker van de low-vol anomalie en Rob Arnott, van de fundamental indexation. TOBAM is opgericht in juni 2005, in dezelfde maand dat Arnott met zijn research naar buiten kwam. Ook Thierry Roncalli beschouw ik als een pionier. Laatst bediscussieerde ik met Arnott hoe anders het huidige beleggingslandschap is dan dat van de jaren 2005-2009. Destijds waren wij echte pioniers en voelde het soms alsof we predikten in de woestijn. Nu wordt er veel over smart-beta gesproken en wordt er steeds meer in belegd. De erkenning is vooral de laatste jaren gekomen. Vanaf 2008 is bij ons in de MDP-strategie ieder jaar een groei van het beheerd vermogen bereikt van minimaal 38% procent per jaar, vorig jaar zelfs 100%. Een goed trackrecord is voor de erkenning een vereiste.’

Wat zijn de overeenkomsten, verschillen tussen, en wat de voor- en nadelen van de benaderingen?

‘De pioniers op het gebied van smart beta benaderingen hebben twee "geloven" gemeen. Ten eerste dat de marktkapitalisatiegewogen indices niet efficiënt zijn. Ten tweede hebben ze begrepen waarom de marktkapitalisatiegewogen indices niet efficiënt zijn, namelijk omdat je op moment van investeren in de marktkapitalisatiegewogen index de ongewilde biases die erin zitten, koopt. Anderhalf jaar geleden had de marktkapitalisatiegewogen index bijvoorbeeld een relatief grote bias naar Apple, precies op het moment dat Apple op zijn hoogste koers stond. In 2007 had een market-cap belegger een grote overweging gehad in financials, precies op het moment dat die veel te hoog stonden. In 2000 had een market-cap belegger zijn hoogste allocatie naar IT-aandelen, precies tijdens het hoogtepunt van de bubble. Nu het verschil tussen de MDP en de andere smart-beta benaderingen. Bij de andere benaderingen bestaat het (waarschijnlijk juiste) geloof dat er "betere" biases dan de ongewilde biases uit de index kunnen worden geïdentificeerd. Fundamental indexation heeft bijvoorbeeld biases naar waarde en smallcaps, MV naar laagvolatiele aandelen, EW naar smallcaps en ERC, de overtuiging dat ruim vertegenwoordigde risico-factoren over-vertegenwoordigd zouden moeten worden in de portefeuille. De MDP daarentegen bouwt een portefeuille zonder bias.

De MDP is de portefeuille die je zou moeten kopen als je niet kunt voorspellen, omdat je onder deze veronderstelling immers zoveel mogelijk zou moeten trachten te spreiden. Het voordeel van alle benaderingen is dat ze allemaal op de middellange en lange termijn in ieder geval de marktkapitalisatiegewogen indices zullen verslaan.'

U noemde Thierry Roncalli van Lyxor. Hij beweert dat iedere op risicogebaseerde smart-beta benadering gevoeligheden heeft met bepaalde economische factoren. MV heeft bijvoorbeeld een grote gevoeligheid voor de rente. Door MV te kopen wordt impliciet obligatierisico toegevoegd aan de portefeuille. Dus de keuze voor een smart-beta strategie is uiteindelijk ook een assetallocatiebeslissing!

'Stel dat ik een aandeel aan de beurs noteer dat eigenlijk een obligatie is. Gevolg, het zal een lage volatiliteit hebben en dus zullen alle MV-beleggers het kopen. Roncalli heeft dus gelijk, op één uitzondering na, namelijk de MDP. Dit standpunt behoeft waarschijnlijk toelichting. Wij berekenen regelmatig de correlaties en tracking errors van onze strategie, die wij de Anti-Benchmark (AB) noemen, met diverse factoren. Zie figuur 1. Hoe goed gediversifieerd en hoe biasvrij, om het even naar welke factor, de MDP- of AB-benadering eigenlijk is, blijkt uit het gegeven dat we een lagere correlatie hebben met smallcaps dan smallcaps met largecaps. Je zou verwachten dat de largecaps diametraal tegenover smallcaps staan en dus de laagste onderliggende correlatie hebben. Niet dus. Hetzelfde geldt vanzelfsprekend voor de largecaps. De MDP heeft een correlatie van 89% met de largecaps, de correlatie tussen small- en largecaps is 91%. De gemiddelde correlatie met alle onderzochte factoren is 91%, het laagste gemiddelde van alle onderzochte stijlen. Let wel, we hebben wel gevoeligheden, maar we zijn niet biased ten opzichte van de diverse factoren. De MDP belichaamt de essentie van de definitie van de Equity Risk Premium (ERP). Als je de definitie van ERP leest, in welke boek over beleggingsleer dan ook, meen ik, dat de MDP een zeer goede kandidaat is om de meest efficiënte invulling aan het systematisch benutten van de ERP te geven. Wij zijn de enige portefeuillebeheerders die de ERP niet vervuilen met 'bets', simpelweg omdat de MDP geen bets neemt of biases heeft.'

Hoe waren de prestaties vorig jaar?

'Bij aandelen wereldwijd was de outperformance in 2013 4,5%, bij opkomende markten 4,1% en bij Amerikaanse aandelen zelfs 8,5%. Van onze in totaal 13 strategieën was ons Asia-Pacific product het enige met underperformance: onze strategie heeft er tijdelijk last van als er zich in een bepaald marktsegment een bubble ontwikkelt.



Foto: Archief TOBAM

Yves Choueifaty

Dan gaat een relatief klein aantal aandelen of sectoren het marktbeeld domineren en moet je dus eigenlijk niet maximaal gediversifieerd zijn om de markt te volgen of te outperformen. In 2013 hadden de indices voor de Pacific een "winning bet", namelijk Japan. De twee scenario's voor deze regio vanaf nu zijn: Japan stoomt door en gaat de hele regio domineren, goed voor de indexbelegger, of de MDP gaat winnen. Kies maar. Weet je wat de twee grootste bets zijn in market-cap indices voor opkomende markten? Financials en materialen. Zijn dat de sectoren waar het toekomstig rendement in opkomende markten vandaan gaat komen? Sommige analisten zullen zeggen van niet, die mikken op bijvoorbeeld consumentengoederen. Ik weet het niet, ik kan niet voorspellen en neem liever geen grote bets, omdat je anders niet maximaal gediversifieerd bent. De twee grootste bets in ontwikkelde landen zijn trouwens nu ook financials en een combinatie van energie en materialen.'

Geloof u dat markten inefficiënt zijn? Zou u uw aanpak omschrijven als actief of passief?

'Velen zijn in deze industrie opgevoed met de theorie van efficiënte markten: mensen die erin geloven en

Figuur 1: Correlaties en tracking errors (VS)

Correlation	AB	BM	SMALL	LARGE	VALUE	GROWTH	Average	Avg Tracking Error
AB		92%	90%	89%	90%	91%	91%	12.1%
BM	92%		94%	99%	99%	99%	97%	7.0%
SMALL	90%	94%		91%	94%	92%	92%	14.0%
LARGE	89%	99%	91%		98%	98%	95%	8.2%
VALUE	90%	99%	94%	98%		95%	95%	8.7%
GROWTH	91%	99%	92%	98%	95%		95%	8.4%

Bron: TOBAM

mensen die er niet in geloven en daaraan de consequentie verbinden dat markten te voorspellen zouden zijn. Er bestaat een misverstand. Er is een verschil tussen efficiënte markten en efficiënte benchmarks. Ik geloof dat markten redelijk efficiënt functioneren, maar dat de benchmarks niet efficiënt zijn, want niet goed gediversifieerd. Om efficiënt te zijn in een efficiënte markt moet je gediversifieerd zijn. In de beleggingsleer gebruiken we hetzelfde woord, efficiëntie, voor twee verschillen concepten, te weten benchmarks en markten. En nog een verwarring: het verschil tussen passief en neutraal. Als je passief belegt in market-cap indices ben je paradoxaal genoeg ver weg van een neutrale allocatie. Als passieve belegger ben je neutraal vis-à-vis de benchmark, maar de benchmark is niet neutraal, want deze is, zoals gezegd, biased. Daarom past de MDP-benadering eigenlijk heel goed in de MPT (Moderne Portefeuille Theorie), mits je bereid bent in te zien dat de bouwstenen in een portefeuille neutraal en niet passief moet worden ingevuld. Dat we toch soms in aanvang op weerstand stuiten bij bepaalde typen beleggers, komt doordat we vernieuwers zijn.'

Kan de potentiële outperformance van een bepaalde op risico gebaseerde smart-beta strategie weggeërbreed worden als er meer geld in wordt belegd?

'We moeten nog een belangrijke distictie maken en dat is die tussen strategieën die eigenlijk neerkomen op de evenwichtsbenadering ("Equilibrium Approach") en arbitragestrategieën. We hebben hier veel onderzoek naar gedaan en we hebben geconcludeerd dat de MDP een evenwichtsbenadering is. Het probleem van een arbitragestrategie, bijvoorbeeld de low-vol strategie, is dat als je steeds meer (low volatility) aandelen koopt, ze steeds duurder worden, om uiteindelijk de arbitragemogelijkheid om zeep te helpen. Het feit dat low vol zo lang heeft bestaan of mogelijk nog steeds bestaat, komt doordat te weinig beleggers in het verleden de mogelijkheid om te arbitreren in low-vol hebben onderkend. De vraag of de MDP geen arbitragestrategie wordt, is vaker gesteld. Een mooie manier om aan te tonen dat het dat niet is begint bij het voorstellen van twee planeten: één waarop iedereen de MDP koopt en één waarop iedereen MV koopt. Wat zullen de bedrijven op de laatste planeet doen? Juist, bedrijven maken die zo weinig mogelijk risico's nemen, omdat dit de volatilitéit verlaagt. De beste bedrijfsstrategie zou zelfs het kopen van puur T-Bills zijn. Het gevolg hiervan is dat de economie van deze planeet de nek wordt omgedraaid. Iemand zou eens tegen de toezichthouders moeten zeggen dat het kopen van "risicovrije" beleggingen en het inperken van risico's nemen, de innovatie in de economie uitdooft. En wat zullen de bedrijven doen op planeet TOBAM? Juist, ze zullen proberen van hun bedrijven een "diversifier" te maken. En hoe kan dit worden

bewerkstelligd? Door te innoveren! Ik geloof dat de enige bron van ERP innovatie is: innovatie in technologie, marketing, corporate governance, wat dan ook. Dat is waar het in het kapitalisme om draait.'

'We weten allemaal dat het risico van een portefeuille, vanwege diversificatie-effecten, lager is dan het gewogen gemiddelde van de risico's van de individuele instrumenten. TOBAM heeft een Diversification Ratio (DR) ontwikkeld waarbij het gewogen gemiddelde van de individuele risico's van de instrumenten in een portefeuille wordt afgezet tegenover het totale portefeuille-risico. Zie onderstaande formule:

$$DR(P) = \frac{\Sigma.P}{\sqrt{PVP}} = \frac{(\sigma_1 w_1 + \sigma_2 w_2 + \dots + \sigma_n w_n)}{\sigma_P}$$

The weighted average of stock volatilities
Portfolio Volatility

Een portefeuille met meer dan twee niet volledig gecorreleerde instrumenten zal altijd een DR groter dan 1 hebben. Hoe hoger de DR, hoe beter gespreid de portefeuille is. Met een "optimizer" kan de portefeuille (uit een vooraf vastgesteld universum) met de hoogste DR gegenereerd worden, dus de optimaal gediversifieerde portefeuille. Wat de DR hoog maakt, is niet noodzakelijkerwijs het aanhouden van veel instrumenten. Een hoge DR ontstaat als de portefeuille is blootgesteld aan een gediversifieerde reeks van verschillende risicofactoren. Het aanhouden van 500 aandelen van grondstoffenondernemingen heeft een zeer beperkt diversificatie-effect, het aanhouden van 50 aandelen met een relatief lage correlatie tussen de individuele kasstromen heeft wel een groot effect. De tweede portefeuille zal een hogere DR hebben dan de eerste, ondanks dat er 90% minder namen inzitten. Research van TOBAM toont aan dat op de langere termijn portefeuilles met hoge of maximale DR's betere rendements-risicokarakteristieken hebben (Choueifaty e.a., 2008, 'Toward Maximum Diversification', Journal of Portfolio Management, 35(1), p 40-51).' «



Amundi Asset Management heeft een strategisch belang in TOBAM en is verantwoordelijk voor de vertegenwoordiging van TOBAM in de Nederlandse markt.

Tim Kruis van Amundi Amsterdam ziet ernaar uit al uw vragen over TOBAM te beantwoorden.