

Niet ^{met} de Franse slag

EEN NIEUWE EN
ONDSCHIEDENDE MANIER

**IN HET BEOORDELEN
VAN BELEGGINGFONDSEN**

Om maar meteen met het slechte nieuws te beginnen: dit wordt geen gemakkelijk verhaal. Het staat vol

met technische termen en gecompliceerde methodieken. Maar

het goede nieuws is dat zowel het uitgangspunt van het hele verhaal als het resultaat een belangrijke bijdrage leveren aan het inzichtelijk maken van de kwaliteit van beleggingsfondsen. En dat is iets waar adviseurs én eindbeleggers hun voordeel mee kunnen doen.



François Chauvet

De hoofdpersoon van dit verhaal is François Chauvet, een Franse softwareontwikkelaar die begin jaren negentig ontdekte dat de software waar hij dagelijks mee werkte na de nodige aanpassingen ook kon worden gebruikt voor het vaststellen van de risicoprofielen van beleggingsfondsen in de markt – op voorwaarde dat de intrinsieke waarde van de fondsen bekend zou zijn. Chauvet werkte destijds voor Advanced Portfolio Technologies, een Amerikaans bedrijf dat zich bezighoudt met het ontwikkelen van risicomaneagementsystemen en software voor het optimaliseren van portefeuilles. De belangrijkste klanten van het bedrijf zijn pensioenfondsen, *hedgefunds* en vermogensbeheerders.

Het duurde tot 1996 voordat Chauvet daadwerkelijk van start ging met zijn methodiek. Het was de Parijse kwaliteitskrant *Le Monde* die vervolgens twee jaar later besloot een eerste classificatie van beleggingsfondsen te publiceren op basis van de methode-Chauvet, die op haar beurt weer ontleend is aan de *Arbitrage Pricing Theory*, een mechanisme waarmee beleggers *assets* kunnen identificeren die niet correct zijn geprijsd. De methode werd wel eerst uitvoerig onderzocht door wetenschappers en statistici. 'Kennelijk waren ze tevreden met de resultaten, want sindsdien heeft *Le Monde* elk kwartaal onze cijfers gepubliceerd,' zegt Chauvet laconiek. Deze maand verschijnt het 41ste overzicht in de krant. Inmiddels is de methodiek van Chauvet ondergebracht in FundClass, een onderneming die is gevestigd aan de Champs Elysées in Parijs.

RISICOPROFIEL

En dan nu de methodiek van François Chauvet, die hij deels al tekenend op velletjes papier uitlegt. Het uitgangspunt is simpel: FundClass vergelijkt datgene wat vergelijkbaar is. Maar zoals wel vaker met simpele uitgangspunten, is de uitleg ervan een stuk ingewikkelder. Volgens Chauvet is het belangrijkste beoordelingsaspect van een beleggingsfonds zijn risicoprofiel. 'De bepalende factor van de performance van een beleggingsfonds is het risico dat een beheerder neemt,' zegt hij. Om de circa 30.000 in Europa beschikbare beleggingsfondsen, beheerd door meer dan 800 fondshuizen, te kunnen classificeren moeten ze eerst worden ondergebracht in homogene groepen om vervolgens te ontdekken wat hun echte *peer group* is die hen in een van de 140 categorieën doet passen die FundClass creëert. 'Het is allemaal een kwestie van wiskunde,' zegt Chauvet. In deze vorm van hogere wiskunde wordt ieder beleggingsfonds in het model van FundClass vertegenwoordigd door één vector, een grootte die niet alleen een getalswaarde, maar ook een richting heeft. Om de *peer groups* te kunnen vaststellen worden de vectors genomen die het dichtst bij elkaar liggen; elk fonds kan zo worden ondergebracht in een categorie. Dat kan af en toe tot opmerkelijke uitkomsten leiden. Chauvet: 'Beheerders en fondshuizen zijn niet altijd gelukkig met de categorie waarin hun fondsen te-

rechtkomen. Maar als ze naar de portefeuillesamenstelling kijken, moeten ze erkennen dat ze gelijk hebben. Onze methodiek is niet gebaseerd op aannames of op informatie die we van fondshuizen krijgen. Daardoor ontdekken we regelmatig dat fondsen niet altijd zijn wat ze beweren te zijn.'

VIER STAPPEN

De methodiek die FundClass volgt kent vier stappen. In de eerste wordt het risicoprofiel van ieder beleggingsfonds vastgesteld. Bepalend daarbij is de afstand van ieder individueel fonds ten opzichte van de 16.999 andere fondsen die FundClass onderzoekt. 'Afstand is een mathematisch begrip,' zegt Chauvet. 'We bevinden ons hier in een multidimensionale wereld, waarbij het uiteindelijk gaat om het groeperen van fondsen die zo dicht mogelijk bij elkaar liggen. Zo ontstaan de categorieën.'

In dit stadium van het onderzoek zijn de namen van de categorieën overigens nog niet bekend. Dat gebeurt pas als duidelijk wordt welke overeenkomsten de individuele beleggingsfondsen vertonen nadat ze in een bepaalde peer group terecht zijn gekomen. 'Dat is een interessante fase,' zegt Chauvet. 'Sommige typen fondsen vallen dan af omdat ze niet met andere te vergelijken zijn, zoals *absolute-return* fondsen. En andere belanden in een categorie waarvan ze zelf vinden dat ze er niet toe behoren. Maar dat is ons probleem niet. Onze doelstelling is beleggers en adviseurs te helpen bij het maken van verantwoorde keuzes op basis van wat fondsen écht zijn en ze te vergelijken met concurrenten waarmee ze ook vergeleken moeten worden.'

Om dat te kunnen doen hoeft FundClass alleen maar op dagelijkse basis de intrinsieke waarde van de beleggingsfondsen die worden gevolgd te noteren. 'Vervolgens synchroniseren we dat om de fondsen met elkaar te kunnen vergelijken,' zegt Chauvet. 'Het is een krachtige en zeer precieze methode, waarbij we gebruik maken van statistisch onafhankelijke assen. Niet één of drie, zoals andere beoordelaars van beleggingsfondsen hanteren, maar twintig.'

PERFORMANCE

In dit stadium van het proces draait alles nog om het vaststellen van vergelijkbare risicoprofielen van beleggingsfondsen, niet om de performance. Per slot van rekening kan de performance van een fonds niet worden losgemaakt van de mate van risico die een beheerder neemt. Wat FundClass onderscheidt van de andere beoordelaars van beleggingsfondsen, die zich primair richten op eendimensionale performancecijfers al dan niet gekoppeld aan de Sharpe-maatstaf, is dat zij fondsen per groep en categorie beoordelen over een langere periode en daarbij de *bèta* van een fonds vergelijken met het gemiddelde van de categorie waartoe dat fonds behoort. Met de *bèta* van ieder fonds komen we tot een *risk adjusted performance*,' zegt Chauvet. 'We hebben dan in feite twee *rankings*: één op basis van *risk adjusted performance* en één op basis van ruwe performance. Aan de hand daarvan kunnen we zien of een beheerder meer of minder risico heeft genomen om performance te realiseren. Dat is belangrijk, want de beste fondsbeheerders zijn

degenen die binnen een categorie de beste performance leveren bij een acceptabel risico.' De methodiek van FundClass richt zich op beleggingsfondsen met een *track record* van tenminste vijf jaar. Chauvet: 'Om een eerste risicoprofiel van een fonds te kunnen vaststellen, hebben we aan input twee jaar dagelijkse intrinsieke waarde nodig. Vervolgens ranken we zo'n fonds in twaalf opeenvolgende kwartalen. Het klopt dat deze benadering ons universum behoorlijk beperkt: van de 17.000 fondsen die we volgen, krijgen er momenteel niet meer dan 9.500 een *ranking*. We zouden de periode waarin we fondsen analyseren kunnen verkorten, maar dat zou ten koste gaan van de precisie van het risicoprofiel.'

KAMPIOEN

Bij het vaststellen van de performance over een langere periode gaat FundClass niet uit van een rechte lijnperiode van begin naar einde. Gekozen is voor een ratingmethodiek die is ontleend aan de sportwereld: kampioen is degene die een seizoen lang aan alle wedstrijden heeft deelgenomen en aan het einde bovenaan staat. 'Als je simpelweg kiest voor een start- en einddatum kom je niet tot stabiele gegevens,' zegt Chauvet. 'Wat wij doen is de ranking van één jaar nemen en die steeds een kwartaal doorschuiven; we meten dus bijvoorbeeld van tweede kwartaal 2005 naar tweede kwartaal 2006 en vervolgens van derde kwartaal 2005 naar derde kwartaal 2006. Als een beleggingsfonds goed is, blijkt dat uit hoge noteringen tijdens opeenvolgende ratingperiodes.'

FundClass heeft zich geconformeed aan de geaccepteerde manier om fondsen te onderscheiden: met sterren. De best presterende fondsen – fondsen met een deciel van 2,5 of minder – krijgen vijf sterren. Een fonds met een deciel tussen 2,5 en 6,5 krijgt één ster. Interessant is dat FundClass ook onder de streep kwalificeert: fondsen met een deciel tussen 6,5 en 7,5 krijgen één minteken voor hun naam en fondsen met een deciel van 7,5 of méér krijgen twee mintekens. Chauvet: 'Als we kijken naar de concentraties van sterren in de verschillende categorieën, blijkt dat bijna 30 procent van alle fondsen die wij ranken vijf, vier of drie sterren krijgt. De rest zit tussen twee sterren en min twee. Dus het is veel moeilijker om het goed te doen dan slecht te presteren.'

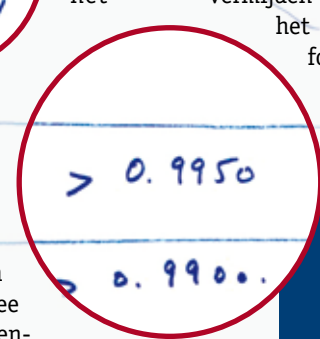
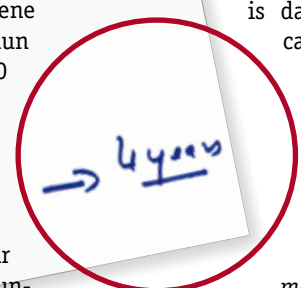
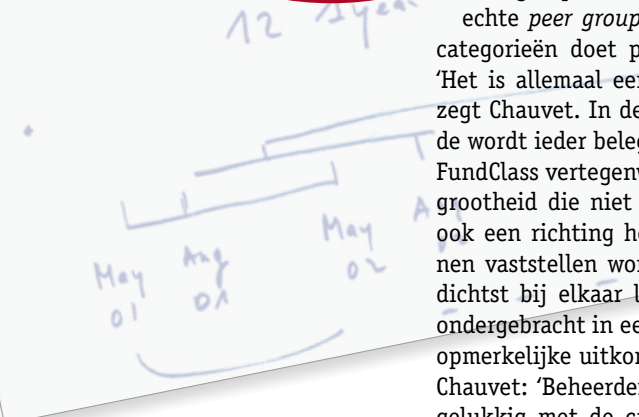
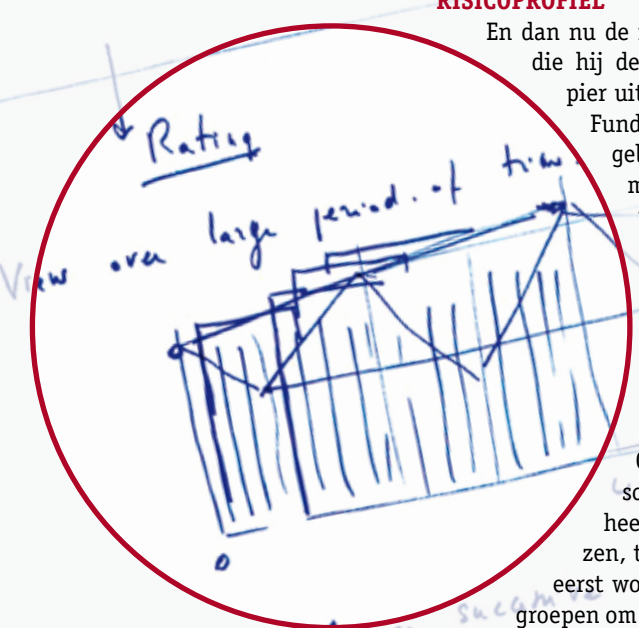
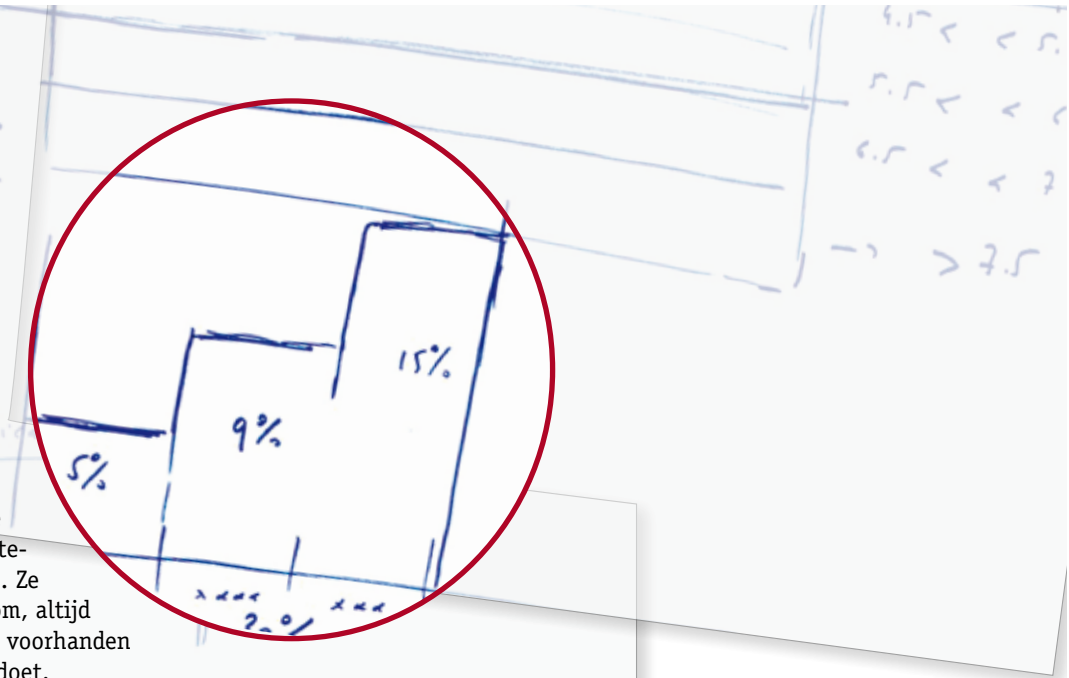
Het belangrijkste voor adviseurs en beleggers is dan ook primair om die fondsen te mijden die zich voortdurend ophouden in de onderste regionen van de FundClass-ratings. 'Het komt zelden voor dat slecht presterende fondsen opschuiven naar boven,' zegt Chauvet. 'En als het gebeurt, zit er een duidelijk verhaal achter. Een nieuwe beheerder of een andere stijl van beleggen. Maar het is niet aan ons om dat uit te zoeken.'

FONDSHUIZEN

Wat ons bij de laatste stap in de methodiek van FundClass brengt: het beoordelen van de kwaliteit van de fondshuizen. Hierbij deelt de Franse onderzoeker de aanbieders in groepen in, bepaald door de omvang van hun aanbod. 'Grote fondshuizen volgen niet dezelfde strategie als minder grote aanbieders,' zegt Chauvet. 'Huiszen die bijvoorbeeld meer dan honderd

fondsen hebben, kunnen beleggers binnen een bepaalde categorie elke denkbare strategie aanbieden. Ze hebben, kortom, altijd wel een fonds voorhanden dat het goed doet. Kleinere aanbieders kiezen vaak bewust voor een strategie of niche waarvan ze denken dat ze daar goed in zijn. Het is dus belangrijk, net als bij individuele fondsen, om ook de fondshuizen met elkaar te vergelijken op basis van uitgangspunten die ook echt vergelijkbaar zijn.'

FundClass is nu zo'n tien jaar actief met het classificeren van duizenden Europese beleggingsfondsen en de laatste vijf jaar met het daadwerkelijk ranken en beoordelen. 'Onze conclusie is dat er grote verschillen tussen de aangeboden beleggingsfondsen zijn, ook binnen dezelfde categorieën. Je zult als adviseur of belegger dus de juiste fondsen per categorie eruit moeten zien te halen. Op basis van wat we hier zien geloof ik niet dat één fondsaanbieder alle oplossingen voor een belegger in huis heeft. Verder is de kwaliteit van het totale aanbod in de afgelopen vijf jaar niet veranderd. Er zijn bijvoorbeeld niet méér vijfsterrenfondsen bijgekomen. Maar er zijn wel fondsen die permanent goed tot zeer goed scoren. Misschien is dat nog de belangrijkste bijdrage die we adviseurs en beleggers kunnen leveren: dat we ze helpen bij het vermijden van verkeerde keuzes. Want het is gemakkelijker een slecht fonds te kiezen dan een goed fonds.'

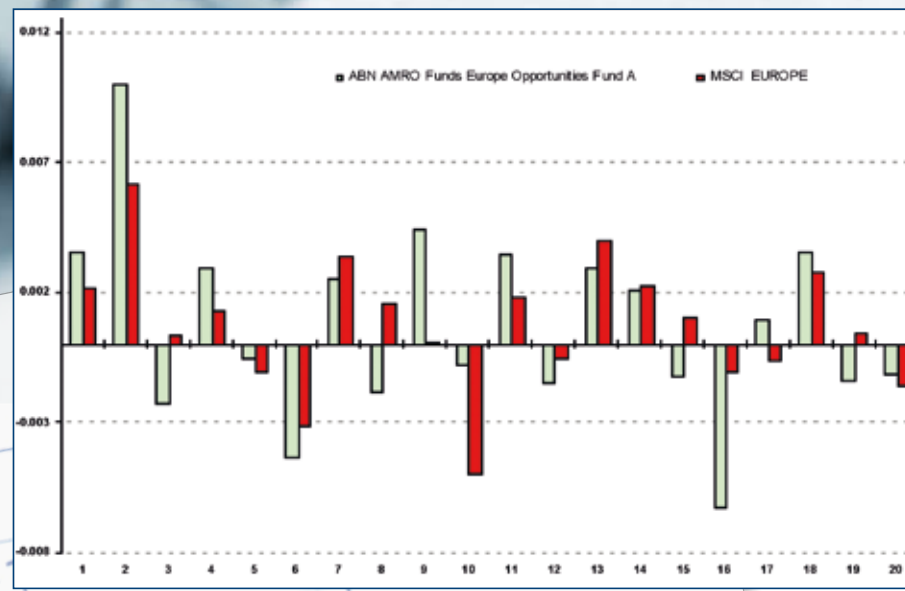


Fonds.nl & FundClass

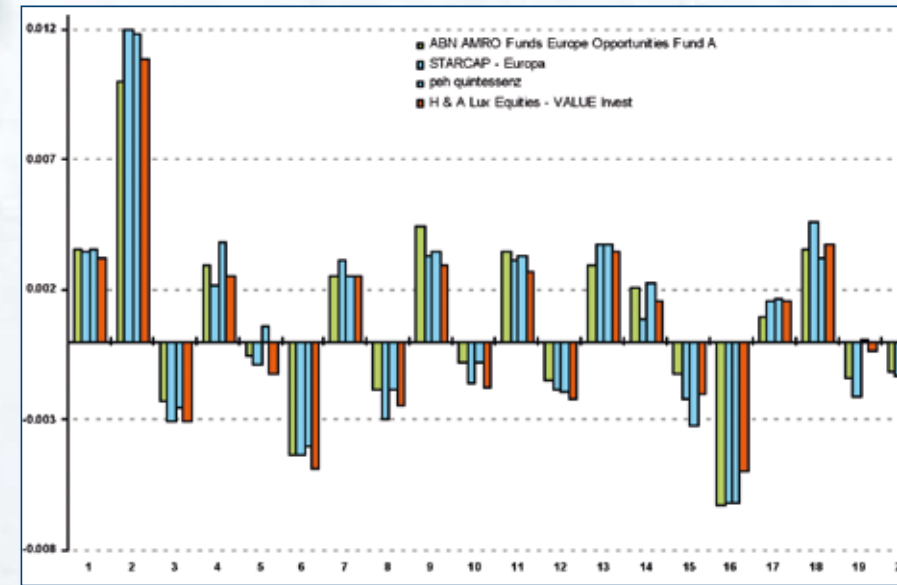
Met ingang van dit nummer is Fonds.nl een voor Nederland exclusief samenwerkingsverband aangegaan met FundClass, de Franse onderzoeker en beoordelaar van duizenden Europese beleggingsfondsen. De reden om voor FundClass te kiezen boven andere aanbieders als Morningstar en Lipper is duidelijk: de methodiek waarvan FundClass zich bedient, heeft echt toegevoegde waarde voor adviseurs en eindbeleggers, omdat het die beleggingsfondsen met elkaar vergelijkt die ook echt met elkaar vergeleken moeten worden. Niet op basis van informatie van de aanbieders zelf

(over benchmarks, samenstellingen van portefeuilles en directe concurrenten), maar op basis van objectief verifieerbare cijfers. Vanaf nu treft u dus in ieder nummer van Fonds.nl – en ook op de website – informatie van FundClass aan over individuele beleggingsfondsen, categorieën en fondsaanbieders, die u als adviseur ondersteunt bij het in kaart brengen van fondsen die zich daadwerkelijk onderscheiden. Fondsen die uw klanten kunnen helpen bij het realiseren van een bovengemiddeld rendement bij een verantwoord risico.

De werkwijze van FundClass



grafiek 1



grafiek 2

Beleggingsfondsenbeoordeelaar FundClass stelt beleggers en adviseurs in staat het risicoprofiel van een fonds te identificeren – dat wil zeggen, het risico dat een belegger loopt als hij zijn geld aan een bepaald beleggingsfonds toevertrouwt. Op basis van deze risicoprofielen creëert FundClass clusters van fondsen met een vergelijkbaar risico. Binnen deze zogeheten peer groups worden de fondsen vervolgens gerangschikt en gewaardeerd. De belangrijkste doelstelling van FundClass is beleggers en adviseurs te helpen bij het selecteren van de beste beleggingsfondsen. Daarom is een uiterst accurate rangschikking en waardering van de fondsen een cruciale stap in het beoordelingsproces. Zo kan het gebeuren dat als een fonds niet in de juiste categorie terecht komt, het de vergelijking aan gaat met fondsen die andere risico's hanteren om performance te realiseren. Bovendien wordt zo'n fonds vergeleken met concurrenten en benchmarks die niet representatief zijn voor de mate van risico die het betreffende fonds zelf neemt.

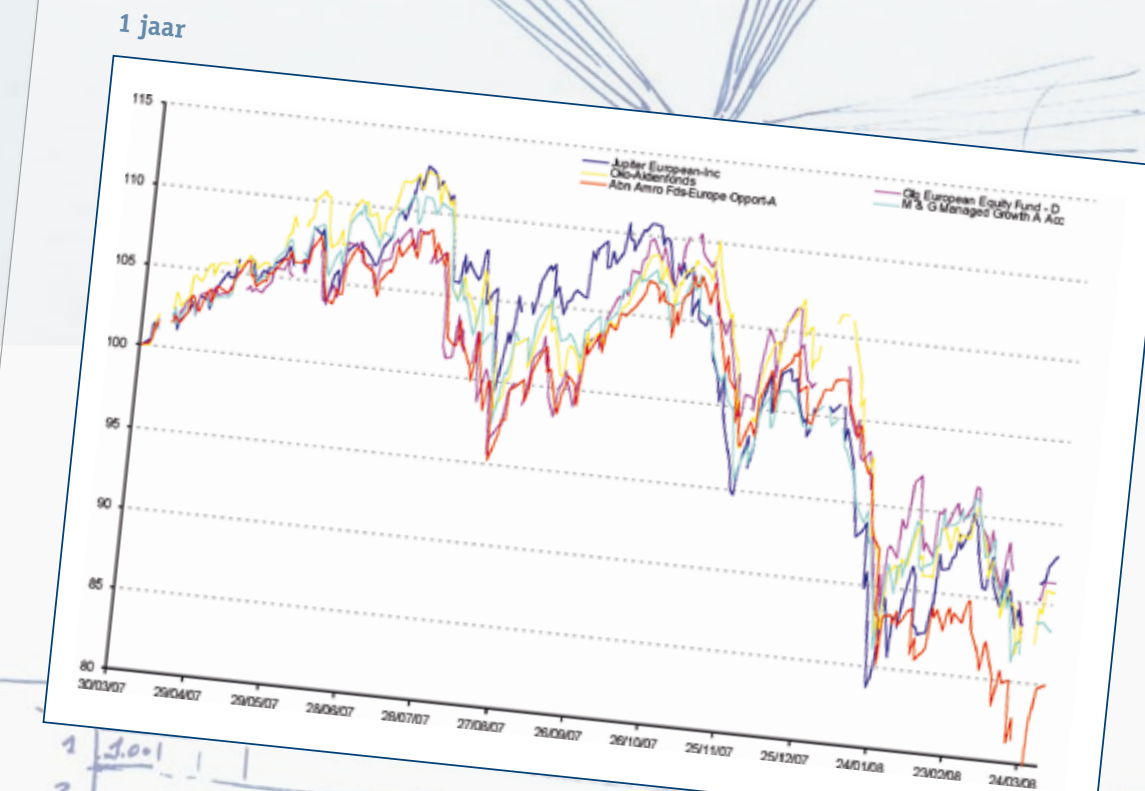
VOORBEELD

Als willekeurig voorbeeld nemen we het ABN Amro Europe Opportunities Fund. Dit beleggingsfonds wordt door Morningstar ingedeeld in de categorie Europese *largecaps*, afgezet tegen de MSCI-index en gewaardeerd met vier sterren. Op basis van de FundClass-methodiek belandt het fonds echter in de categorie Europese *smallcaps* en wordt zijn performance afgezet tegen een heel andere peer group. Vanwaar dit verschil? Laten we om te beginnen de gevoeligheid van het fonds eens vergelijken met de twintig niet-gecorrleerde APT-factoren (zie grafiek 1). Zelfs als de gevoeligheid redelijk overeenkomt met een bepaalde risicofactoren (1, 4, 6 en 7), zijn de verschillen bij andere zeer groot (3, 8, 10 en 15). Laten we nu eens kijken naar een typisch voorbeeld uit een FundClass

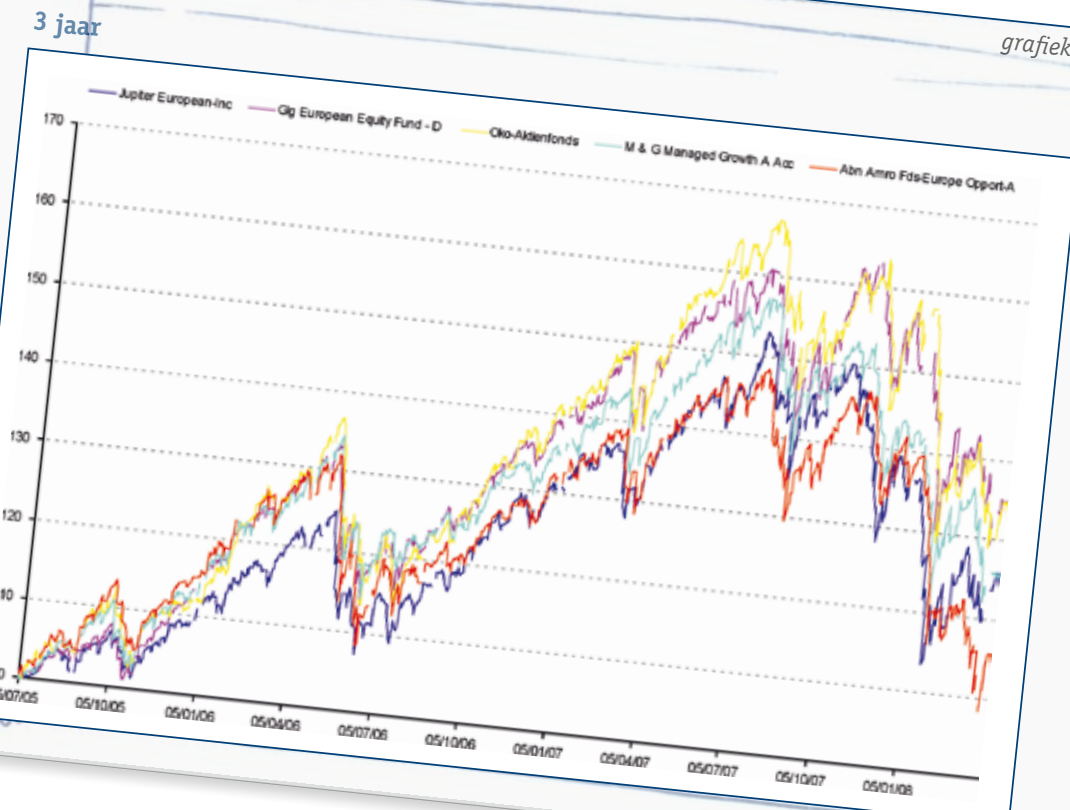
ranking-verslag, waarin het ABN Amro Europe Opportunities Fund wordt gerangschikt. Uit het overzicht van de directe concurrenten van het ABN Amro Europe Opportunities Fund blijkt dat de meeste van hen behoren tot het universum van small- en midcaps, waarmee dit automatisch de categorie wordt waarin het ABN Amrofonds wordt gerangschikt. Op basis van correlatie en bèta versus diverse categorieën is S&M European Equities (correlatie = 0,91; bèta = 0,93) de categorie die het beleggersrisico van het ABN Amro Europe Opportunities Fund het best duidt. Ter bevestiging kunnen we de risicofactoren van het fonds vergelijken met die van de andere fondsen in de S&M European Equities-categorie. Zo ontstaat een veel coherenter beeld dan wanneer we het ABN Amrofonds zouden onderbrengen in de largecapcategorie, ook al blijven er kleine verschillen (de risicofactoren 5 en 19). Zie grafiek 2.

BETERE PARTIJEN

Het ontdekken van vergelijkbare risicoprofielen van de verschillende fondsen is essentieel bij de beoordeling van individuele beleggingsfondsen, aangezien de concurrentie bepalend is in de vergelijking van een fonds. Vergelijken we dus het ABN Amro Europe Opportunities Fund met zijn echte directe concurrenten – small- en midcapfondsen – en we gaan er vanuit dat adviseurs hun klanten adviseren in deze categorie te beleggen, dan zijn er betere partijen in een pan-Europees universum te vinden, zoals Jupiter European, Glq European, Oko Aktien en M&N Managed Growth (de rode lijn is het ABN Amrofonds, zie grafiek 3 en 4). Natuurlijk is het mogelijk dat adviseurs deze fondsen om welke reden dan ook niet kunnen aanbevelen aan hun klanten, maar dat is een kwestie waar FundClass zich niet mee bemoeit. Het gaat slechts om het vinden van de beste beleggingsfondsen in een bepaalde categorie en het plaatsen van fondsen in de categorie waarin ze objectief thuishoren.



grafiek 3



grafiek 4

Directe concurrenten (de peer group) van het ABN Amro Europe Opportunities Fund:

fund name	ISIN code	PEERS	Category	ranking	Vol
Abn Amro Fds-Europe Opport-A	LU0159605239	100.00%	Europe Actions Smc	89341	13.10
Starcap-Europa	LU0179077432	98.13%	Europe Actions Smc	142341	14.44
Pnh Quintessenz-Europa-A	LU0070359083	97.86%	Europe Actions Smc	130341	12.58
Haig Equities-Value Inv-B	LU0100177428	97.82%	Europe Actions Smc	63341	11.20
World Invest-Eurostar Eqty	LU0125741180	97.74%	Europe Actions Smc	6992	6.37
Ava World-Euro S/C Equity-Ac	LU0114314536	97.42%	Europe Obligations Convertibles	24516	10.07
Rmf Convertibles Europe	LU0159650150	97.29%	Europe Mixtes Agressif	195341	11.71
Die-Dividende & Substanz-P	DE0006847319	97.27%	Europe Actions Smc	23516	10.26
Gerling Europa Aktien	LU0159549145	97.20%	Europe Mixtes Agressif	27516	11.31
Dje-Alpha Global-P	LU0159550408	97.09%	Europe Mixtes Agressif		
Dje-Absolut1					

De categorieën die het dichtst in de buurt komen van het ABN Amro Europe Opportunities Fund:

APT-CORR	APT-BETA	FUNDCLASS Categ.
0.94	0.88	Austrian equities
0.91	0.93	S&M European equities
0.89	1.16	S&M Ned. Equities
0.89	0.83	Raw Materials Europe
0.88	0.87	S&M International Equ.



een beter klimaat voor uw beleggingen



F&C Global Climate Opportunities Fund

FACT: Klimaatverandering heeft steeds meer invloed op het bedrijfsleven en het consumentengedrag.

FACT: het F&C Global Climate Opportunities Fund belegt in ondernemingen die helpen de negatieve gevolgen van klimaatverandering tegen te gaan.

FACT: F&C heeft één van de grootste Governance & Sustainable Investment research teams ter wereld.

Meer weten? Neem contact op met 020 – 582 3000 of bezoek onze website: www.fandc.nl



Expect excellence

Deze advertentie is uitsluitend ter informatie bestemd voor beleggers waarvan verondersteld mag worden dat zij voldoende deskundig en professioneel zijn om zich een behoorlijk inzicht te kunnen vormen omtrent de aard van de aangeboden beleggingsdiensten, zoals nader beschreven in de Wet financieel toezicht. Deze publicatie wordt verzorgd door F&C Netherlands B.V. F&C Netherlands B.V. is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam en maakt deel uit van de F&C groep, waarvan F&C Asset Management Plc. de moedermaatschappij vormt.