

Perspectives

Voor Nederlandse institutionele beleggers



BETA PRIME

De Efficiënte Markt Hypothese (EMH) veronderstelt dat alle beschikbare informatie meteen wordt verwerkt in de prijs van een vermogenstitel. Op basis hiervan zou de marktprijs van een vermogenstitel altijd de beste schatting vertegenwoordigen van de werkelijke onderliggende waarde van een vermogenstitel. Dit zou betekenen dat actief vermogensbeheer niet zinvol is, omdat alle informatie toch in de prijzen is 'verwerkt'. Wetenschappelijk onderzoek heeft echter aangetoond dat de EMH niet altijd opgaat. De marktprijs van een vermogenstitel schommelt meer dan gerechtvaardigd wordt door veranderingen in de onderliggende waarde van die titel. Dit is de laatste maanden in de turbulente financiële markten veelvuldig waargenomen. Emoties van beleggers spelen hierbij een niet te onderschatten rol.

Als men in de EMH gelooft, leidt dit tot het uitvoeren van een beleggingsstrategie op basis van het Capital Asset Pricing Model (CAPM). Het beleggen in een naar marktkapitalisatie gewogen index zou het optimale resultaat geven. Voordelen van een dergelijke passieve strategie zijn de lage transactie- en beheerkosten, de toegankelijkheid en de mogelijkheid tot eenvoudige monitoring. Een nadeel van een naar marktkapitalisatie gewogen index is dat deze de markt altijd volgt, dus ook bij een neerwaartse beweging.

Er zijn ook beleggers die geloven dat de markt – bekeken vanuit het perspectief van marktkapitalisatie – niet volledig efficiënt is. Zij geloven dat bij een naar marktkapitalisatie gewogen index de tendens bestaat dat ondergewaardeerde aandelen te veel worden ondergewaardeerd en overgewaardeerde aandelen te veel worden overgewaardeerd. Een bepaald type vermogensbeheerder speelt op expliciete wijze op de aldus ontstane mispricing in. Het doel hierbij is om met een op basis van 'objectieve' beslisregels samengestelde marktportefeuille de passieve naar marktkapitalisatie gewogen indexportefeuille te

Marktdata

| Rendementen | | In euro's | | | Lokale valuta | | |
|-------------------|------------------|-----------|--------|--------|---------------|--------|--------|
| 31 December 2008 | | Q4 2008 | 2008 | 2007 | Q4 2008 | 2008 | 2007 |
| Aandelen[1] | Wereldwijd | -21,0% | -37,6% | -1,7% | -20,6% | -38,7% | 4,7% |
| | Emerging Markets | -27,4% | -52,4% | 23,4% | -22,0% | -45,9% | 33,2% |
| Obligaties | Euro staats | 4,6% | 6,2% | 1,4% | | | |
| | Euro credits | 0,0% | -3,8% | 0,0% | | | |
| Vastgoed[2] | Wereldwijd | -31,2% | -43,4% | -17,3% | -31,6% | -45,1% | -12,4% |
| | Europa | -34,8% | -51,0% | -32,7% | -29,3% | -45,5% | -30,1% |
| Hedge Funds[3] | | -14,3% | -23,8% | 2,7% | -13,2% | -23,3% | 4,2% |
| Private Equity[2] | | -50,9% | -64,3% | -14,8% | | | |
| Grondstoffen[5] | | -29,3% | -32,3% | 4,8% | -30,0% | -35,6% | 16,2% |
| Olie | | | | | -53,6% | -51,4% | 54,2% |
| | | | | | | | |
| Verplichtingen[6] | Nominaal | 16,0% | 23,4% | -11,9% | | | |
| | Reële | 4,9% | 13,9% | -8,6% | | | |

[1] TR Net index [2] Beursgenoteerd [3] Eurowaarden zijn gehedged naar de euro
 [5] DJAIG Index [6] Ontwikkeling van verplichtingen met een duratie van 20 jaar (N.B. op basis van een puntschatting)

outperformen. Een marktportefeuille die op basis van deze uitgangspunten is samengesteld, wordt aangeduid met beta prime. Bekijk in figuur 1 beta prime in formule vorm.

Een aantal passieve verdelingen, om systematisch van de tekortkoming van het CAPM te profiteren, is: gelijke allocatie, fundamentele allocatie, risicoallocatie en factortoepassing. Hieronder volgt een toelichting op deze beta prime varianten:

- **Gelijke allocatie:** hierbij wordt de marktportefeuille niet samengesteld op basis van marktkapitalisatie, maar worden de index componenten gelijk gewogen. Een voorbeeld hiervan is de

Figuur 1 | Beta prima in formule vorm

$$\beta' = \beta + \alpha'$$

$$\beta' = \text{alternatieve marktportefeuille}$$

$$\beta = \text{naar marktkapitalisatie gewogen index portefeuille}$$

$$\alpha' = \text{extra rendement vanwege alternatieve portefeuillesamenstelling}$$

↘ S&P 500 equally-weighted index.
Deze methode is eenvoudig toepasbaar. Echter, aandelen van kleine ondernemingen worden hierbij substantieel overwogen in relatie tot hun marktkapitalisatie met als nadeel liquiditeitsbeperkingen en stijgende kosten indien deze methodiek op grote schaal wordt toegepast. Om aan dit nadeel tegemoet te komen bestaat er een variant waarbij de aandelen in verschillende buckets worden ingedeeld op basis van marktkapitalisatie, binnen deze buckets worden de aandelen dan gelijk gewogen.

- **Fundamentele allocatie:** de gewichten van de componenten waaruit de index bestaat, worden vastgesteld op basis van verschillende fundamentele boekhoudkundige data. Voorbeelden van deze data zijn: omzet, cashflow en dividenden. Hierbij is er een expliciete link tussen de economische omvang van een onderneming en haar gewicht in de index.
- **Risicoallocatie:** bij deze vorm van beta prime worden ongecorrleerde aandelen gecombineerd. Het streven is om het risico te verlagen bij een gelijkblijvend totaalrendement. Echter, deze strategie is minder goed toepasbaar in de huidige extreme markt waarbij de correlaties tussen aandelen substantieel zijn opgelopen. Een ander nadeel van deze methode is de complexiteit in vergelijking met andere beta prime varianten.
- **Factortoepassing:** de bekendste factortoepassing is het model van Fama en French, waarbij er een premie wordt behaald op basis van enerzijds omvang en anderzijds waardering van aandelen. De size premie wordt geïncasseerd wanneer aandelen van kleine bedrijven beter presteren dan aandelen van grote ondernemingen. De value premie wordt geïnd wanneer aandelen met een lage price-to-book ratio een hoger totaalrendement laten zien dan aandelen met een hoge price-to-book ratio.

Concluderend kan worden gesteld dat beta prime innovatief is en in potentie op relatief eenvoudige wijze waarde kan toevoegen boven een op basis van marktkapitalisatie samengestelde passieve portefeuille. Zeker in de huidige turbulente financiële markten. Wellicht ten overvloede: het blijft echter van groot belang dat bij een actieve toepassing van deze specifieke strategie gebruik wordt gemaakt van een goede vermogensbeheerder.



Contact

Voor meer informatie kunt u contact opnemen met:

Sander Gerritsen
020 543 3000
sander.gerritsen@watsonwyatt.com

Luigi Leo
020 543 3000
luigi.leo@watsonwyatt.com