



Een voorbeeld. Op het eerste gezicht is een fondsmanager die een jaarrendement van 12 procent boekt een te benijden belegger als de markt in dezelfde periode 10 procent steeg. Maar als blijkt dat zijn fonds een bèta heeft van 1,5, dan is meteen duidelijk dat hij eigenlijk belabberd presteert.

Een bèta van 1,5 impliceert dat de volatiliteit 50 procent groter was dan van de index. Hoe hoger de volatiliteit, des te meer risico er genomen is. Er zou minimaal 15 procent rendement gemaakt moeten worden om het gelopen risico te compenseren (bèta van 1,5 maal het marktrendement van 10 procent). Bij een gerealiseerd rendement van 12 procent is de alfa, de toegevoegde waarde van de fondsmanager dus, 3 procent negatief.

METEN IS NIET WETEN

Op het eerste gezicht is alfa een

mooie manier om de kunde van beleggers te meten. Maar de laatste jaren komt er steeds meer kritiek op de maatstaf.

De scepsis heeft alles te maken met bèta. Vaak vergelijken beleggingsfondsen (en beleggers) de eigen prestaties niet met de juiste index, oftewel 'benchmark'. Zo is het voor een belegger in de grootste Amerikaanse aandelen logischer prestaties te vergelijken met de S&P 500 dan met de Russell 3000, een index met nog eens 2500 kleinere bedrijven.

**'FONDSMANAGERS
DURVEN NIET
AF TE WIJKEN
VAN DE INDEX'**

Juist die keuze voor een specifieke benchmark is cruciaal om de alfa te bepalen. Vooraanstaand belegger en hoogleraar Josef Lakonishok heeft via onderzoek laten zien dat alfa extreem gevoelig is voor het soort index waarmee een specifiek beleggingsfonds wordt vergeleken. In zijn onderzoek varieerde de alfa van sommige fondsen van 0,28 procent tot 4,03 procent afhankelijk van de index die gebruikt werd.

James Montier van de Britse vermogensbeheerder GMO trekt de kritiek breder. Volgens de Brit rammelt het model dat de bèta schat aan alle kanten. Daarmee wordt de bodem onder het nut van de factor alfa weggeslagen.

Zelfs als alfa en bèta accuraat te bepalen zijn, is het de vraag of beleggers hierop beleggingen of beleggingsfondsen moeten selecteren. In 2008 bijvoorbeeld daalde

de AEX-index met ruim 52 procent. Neem nu een beleggingsfonds dat zijn prestaties afmeet aan die van de AEX-index en een alfa van 2 procent behaalt. De fondsmanager zal zich misschien op de borst kloppen, maar feit blijft dat een belegger in zijn fonds in 2008 nog altijd de helft van zijn geld heeft zien verdampen. Op dat moment zal een bovengemiddeld presterende fondsmanager hem een zorg zijn.

ANGST VOOR NEGATIEVE ALFA

Toch is door de nadruk op alfa het zogeheten benchmark-denken de afgelopen jaren steeds belangrijker geworden. Toenemende aandacht gaat uit naar relatieve – ten opzichte van een index – rendementen in plaats van absolute rendementen. Het gevolg is dat fondsmanagers niet durven af te wijken van een index uit angst voor een negatieve alfa.

Omgekeerd is het onmogelijk voor fondsen die dicht tegen de index aanschurken om diezelfde index te verslaan, zeker na kosten. Dat fondsmanagers niet durven af te wijken van de index is misschien wel de belangrijkste reden dat ieder jaar ruim tweederde van de fondsmanagers de index niet weet te verslaan.

Sommige experts vrezen dat fondsmanagers door het indexdenken de eerste grondregel van Sir John Templeton niet goed meer voor ogen hebben: "Voor de langetermijnbelegger is er maar één doel, het maximaliseren van het totaalrendement".

SLOTSOM

Bèta en alfa doen een goede poging om bij fondsmanagers geluk (de eerste) van kunde (de tweede) te scheiden, maar critici stellen dat niet alles in beleggingsland even meetbaar is. Kernprobleem is dat bèta een onzorgvuldige maatstaf is om risico te meten met als gevolg dat de alfa een onbetrouwbare waarde kan opleveren.