

ACTIEF BEHEER

# De succesformule van de alfa-meesters

Moeten beleggers dure fondsen vermijden en kiezen voor goedkope indexfondsen? Niet als het afhangt van deze fondsbeheerders, die de voorbije tien jaar, na kosten, beter deden dan een MSCI World-tracker. Wat is hun succesformule?

PETER VAN MALDEGEM

Talrijke onderzoeken hebben al aangetoond dat veel actief beheerde beleggingsfondsen niet doen waarvoor

ze kosten aanrekenen: beter presteren dan de index. Het gebrek aan die alfa deed veel beleggers de voorbije jaren teruggrijpen naar goedkope fondsen die alleen het marktrendement (beta) nabootsen door een marktindex te kopiëren.

Dat actieve fondsen moeite hebben om beter te doen dan de index, heeft voor een gedeelte ook met de markt zelf te maken. Voor de fondsen die wereldwijd beleggen was het de voorbije tien jaar zeer moeilijk om een index als MSCI World te kloppen, omdat de prestatie van de index vooral gedreven werd door een beperkt aantal aandelen. Wie tien jaar geleden een tracker op MSCI World kocht, kan vandaag een rendement in euro van liefst 11,5 procent per jaar voorleggen (cijfers eind oktober). Dat het rendement zo hoog lag, was in belangrijke mate te danken aan een geconcentreerde groep van Amerikaanse bigtechaandelen.

Toch was beter doen de index mogelijk, zelfs voor fondsbeheerders

die niet volledig meeliepen in de bigtechmania. We zetten hun succesformules op een rij.

## 1

### Fundamentele analyse

Vervult de belangrijkste succesfactor is de aandeleselectie en de middelen die daarvoor ingezet worden. Als de winnende beheerders iets gemeen hebben, is het dat hun selectie het resultaat is van een grondige fundamentele analyse van de bedrijven. Daarbij komen vaak dezelfde elementen terug: bedrijven met een competitief en houdbaar voordeel, met een duurzame groei, met een sterke balans...

Volgens Terry Smith, beheerder van Fundsmith Equity, is er niet één manier om de index te verslaan. 'Onze manier is te vertrouwen op een van de minst besproken voordelen van beleggen in aandelen', zegt hij. 'Bedrijven houden meestal een deel van hun jaarlijkse winst in om te herinvesteren in het bedrijf. Gemiddeld is dat ongeveer de helft

van de winst, de rest wordt uitgekeerd als dividend. Wie kiest voor bedrijven met een hoog rendement op kapitaal, laat dat bedrijf beter zelf zijn winst herinvesteren. Geen enkel actief kan dat evenaren. En dus zoeken we bedrijven met een hoog rendement op kapitaal die geen of nauwelijks dividend uitkeren, zoals Berkshire Hathaway (de holding van Warren Buffett, red.)', zegt Smith.



Bij Columbia Threadneedle ligt de nadruk op de competitieve voordelen die een bedrijf heeft opgebouwd. 'We proberen bedrijven te kopen die hun 'slotgracht' (verdediging tegen de concurrenten, red.) kunnen vergroten, waardoor concurrenten ze niet makkelijk kunnen nabootsen. Dat geeft ons de flexibiliteit om te beleggen in sommige domeinen waarin fondsbeheerders met een focus op kwaliteitsaandelen niet beleggen.'

Bij DPAM is innovatie cruciaal. 'We beleggen in zeven innovatieve thema's die volgens ons aan belang winnen in de maatschappij van de toekomst: Nanotech, E-society, Wellness, Generation Z, Ecology, Manufacturing 4.0 en Security. We beleggen in zowel grote, gevestigde namen met een solide trackrecord, die we Proven Winners hebben

We zoeken bedrijven met een hoog rendement op kapitaal die nauwelijks dividend uitkeren. Geen enkel actief kan hun rendement evenaren.

TERRY SMITH  
FUNDSMITH

8 WERELDWIJDE AANDELENFONDSEN **DIE MSCI WORLD KLOPPEN OP 10 JAAR**

Beheerder	Fondsnaam	ISIN	Aantal posities	% Amerik. aandelen	Active share	Rendement 5 Jaar*	Totale kosten/jaar**	Top vijf
 Dave Eiswert	T. ROWE PRICE GLOBAL FOCUSED GROWTH EQ. FUND	LU0143551892	71	65%	74%	12,9%	1,69%	1. Eli Lilly 2. Microsoft 3. Nvidia 4. Apple 5. TSMC
 David Dudding	CT (LUX) GLOBAL FOCUS	LU0757431068	47	70%	77%	12,9%	1,70%	1. Microsoft 2. Mastercard 3. Amazon 4. TSMC 5. Nvidia
 Terry Smith	FUNDSMITH EQUITY FUND	LU0690374615	27	73%	89%	8,5%	1,58%	1. Microsoft 2. Novo Nordisk 3. Meta 4. L'Oréal 5. Stryker
 Charles Somers	SCHRODER ISF - GLOBAL SUSTAINABLE GROWTH	LU0557290698	43	41%	86%	13,1%	1,64%	1. Microsoft 2. Alphabet 3. TSMC 4. Unilever 5. SAP
 Jan-Christoph Herbst	MAINFIRST - GLOBAL EQUITIES FUND	LU0864709349	39	32%	85%	12,7%	1,97%	1. Trip.com 2. Amazon 3. Richemont 4. Microsoft 5. SAP
 Dries Dury	DPAM B EQUITIES NEWGEMS SUSTAINABLE	BE0946564383	67	77%	77%	13,3%	1,76%	1. Microsoft 2. Amazon 3. Alphabet 4. Nvidia 5. Visa
 Dmitry Solomakhin	FIDELITY ACTIVE STRATEGY GLOBAL FUND	LU1048657123	50	26%	99%	15,3%	1,93%	1. Ericsson 2. Babcock 3. Rolls-Royce 4. Agnico Eagle Mines 5. Golar
 Helge Skibeli	JPMORGAN FUNDS GLOBAL SELECT EQUITY FUND	LU0157178582	78	74%	70%	14,1%	1,74%	1. Nvidia 2. Microsoft 3. Amazon 4. Meta 5. UnitedHealth Group
	ISHARES CORE MSCI WORLD	IE00B4LSY983	1409	73%	0%	12,8%	0,20%	1. Apple 2. Nvidia 3. Microsoft 4. Amazon 5. Meta

Bronnen: Fondsenhuizen, Morningstar, Infront. Data per 31/10/2024

\* Geannualiseerd rendement na kosten (op 31 oktober), \*\* Exclusief transactiekosten

gedoopt, als in jongere, kleinere en gespecialiseerde ondernemingen, die we 'Future Winners' noemen', zegt beheerder Dries Dury. Ook duurzaamheid staat centraal in het fonds van DPAM.

Dat is ook het centrale uitgangspunt in het fonds van Schroders. 'We zijn ervan overtuigd dat alleen bedrijven die inzetten op duurzaamheid in staat zullen zijn hun groei te handhaven', zegt Charles Somers.

Om die analyses grondig te kunnen doen, moet je kunnen terugvallen op een uitgebreid team van analisten, zegt JPMorgan Asset Management, dat met Global Select Equity en Global Focus twee actieve fondsen heeft die het in de categorie wereldwijde aandelenfondsen uitstekend doen. 'Om beter te doen dan de markt moet je in de eerste plaats de middelen hebben. Beheerders van wereldwijde aandelenfondsen hebben veel meer vrijheid dan beheerders van regiofondsen, omdat het beleggingsuniversum zo groot is. Maar tegelijk is het zeer moeilijk om die vrijheid op de juiste manier te gebruiken en kan het ruime universum ontmoedigend werken', zegt Helge Skibeli, fondsbeheerder van JPMorgan Global Select Equity. 'Een



# Pfonds Portefeuille

uitgebreid analistenteam is cruciaal om compromisloos aan stockpicking te kunnen doen en waarde te creëren.'

Zijn collega James Cook verwijst naar een quote van de legendarische belegger Peter Lynch, die goed samenvat hoe belangrijk het is over voldoende middelen te beschikken. 'Hoe meer stenen je kan omdraaien, hoe meer aantrekkelijke bedrijven je vindt', zegt Cook.

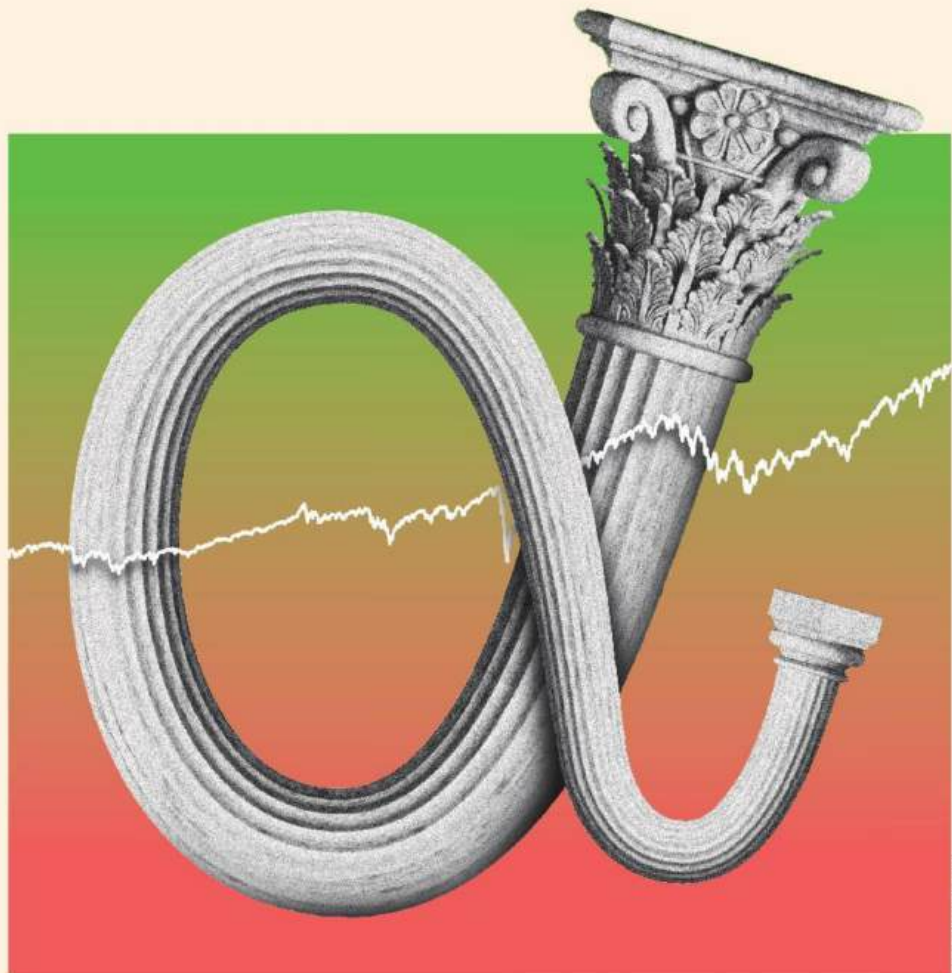
## 2

### Active share

Fundamentele analyse is één zaak, het vraagt van een actieve beheerder ook moed om af te wijken van de index. Onderzoek toont aan dat veel fondsen dicht bij de index blijven om het risico te vermijden dat ze een veel lager rendement dan de index behalen. Zulke indexknuffelaars zullen dan wel in de buurt van het indexrendement blijven, maar na kosten komen ze altijd slechter uit dan de index.

Dat de acht fondsbeheerders hun nek durven uit te steken, blijkt onder meer uit de 'active share'. Die graadmeter is een percentage dat aangeeft hoeveel een fonds van de referentie-index afwijkt. Bij een active share van 0 procent hebt u te maken met een puur indexfonds. Bij een percentage van 100 met een fonds dat geen enkele positie van de referentie-index bevat: een stockpicker pur sang. Uit de tabel blijkt dat de active share van de acht fondsen niet onder 70 procent ligt en bij de helft van de fondsen zelfs boven 80 procent zit.

De afwijkende positionering komt ook tot uiting in de regionale keuzes. Terwijl Amerikaanse aandelen 73 procent van de MSCI World uitmaken, nemen ze in de fondsen van Fidelity,



© FILIP YSENAERT

**We beleggen niet in Nvidia omdat onze duurzame screening dat niet toelaat.**

**CHARLES SOMERS**  
SCHROEDERS

Mainfirst en Schroders respectievelijk slechts 26, 32 en 41 procent in. 'Ik heb nu al enkele jaren een grote onderweging in de VS, omdat de hogere waarderingen daar de kansen voor tegendraadse beleggers zoals ik verkleinen', zegt Dmitry Solomakhin, fondsbeheerder van Fidelity Active Strategy Global Fund.

Ook over de Magnificent 7, de zeven succesvolle bigtechaandelen die meer dan 20 procent van de MSCI World voor hun rekening nemen, zijn de beheerders behoedzaam. Terwijl de aandelen de toposities zijn

van de MSCI World, blijft hun aantal in de fondsen beperkt (zie ook de top vijf in de tabel).

Het fonds van Schroders belegt zelfs niet in de populaire chipontwerper Nvidia, die 4,8 procent van de MSCI World voor zijn rekening neemt en het meest profiteerde van de gekte rond artificiële intelligentie. 'We beleggen niet in het bedrijf omdat onze duurzame screening dat niet toelaat', zegt beheerder Charles Somers. 'Het bedrijf voldoet op een paar belangrijke criteria niet aan onze best practice normen. Hoewel dat

het succes van het bedrijf op korte termijn nog niet heeft aangetast, menen we dat die factoren een wezenlijk risico vormen voor de concurrentiepositie en de waardering van Nvidia', zegt Somers.

## 3

### Overtuiging

Dat de beheerders hun nek durven uit te steken, blijkt ook uit het aantal aandelen dat ze in hun fonds opnemen. Terwijl de MSCI World 1.409 aandelen bevat, ligt het aantal in de meeste fondsen op of onder 50. Dat betekent dat elk aandeel in het fonds een gemiddeld gewicht van 2 procent krijgt. Die concentratie wijst erop dat de fondsbeheerders volop voor hun keuzes durven te gaan.

**Ik wil mijn posities heel vroeg opbouwen, door vallende messen te vangen.**

**DMITRY SOLOMAKHIN**  
FIDELITY

## 4

### Skin in the game

Nog een gemeenschappelijk kenmerk van de winnende beheerders: ze hebben *skin in the game*. Daarmee wordt bedoeld dat ze met hun eigen centen in hun fonds beleggen. Het betekent dat ze dubbel gemotiveerd zijn om een goed rendement voor te leggen. 'Ik beleg vandaag meer dan 300 miljoen euro in mijn fonds', zegt Terry Smith, de beheerder van Fundsmith Equity.

Een andere vorm om die toewijding te vergroten kan voortkomen uit de kosten. Sommige fondsen, zoals dat van Mainfirst, hanteren prestatiekosten. Dat zijn kosten die pas aangerekend mogen worden als het fonds een vooraf vastgelegde prestatie behaalt. Doorgaans wordt gekeken naar het extra rendement

dat het fonds realiseert bovenop de index. Die prestatiekosten brengen het belang van de beheerder en de belegger op één lijn: beiden hebben baat bij een hoge return.

## 5

### Tegendraads

Soms bestaat de succesformule vooral uit een tegendraadse strategie. Daarmee wordt niet alleen bedoeld dat van de index wordt afgeweken, maar vooral dat gekozen wordt voor aandelen die weinig geliefd zijn. 'Dat veel actieve beheerders het slechter doen dan de index, betekent volgens mij dat je iets significant anders moet doen dan wat de meeste beleggers doen. Dat is tegendraads beleggen', zegt Solomakhin.

'Voor elke 20 bedrijven waaraan de markt nog nauwelijks waarde geeft, is er altijd één goed bedrijf dat door de markt niet begrepen wordt. Mijn doel is dat ene bedrijf te vinden. Ik wil mijn posities heel vroeg opbouwen, door die vallende messen (aandelen waarvan de koers fors daalt, red.) te vangen. Die aanpak kan veel alfa opleveren, want aandelen veren mooi op als het sentiment zelfs maar van 'verschrikkelijk slecht' naar 'slecht' gaat.'

Het voordeel van weinig geliefde bedrijven te volgen is volgens de beheerder bovendien dat je makkelijk toegang krijgt tot het management. 'De bedrijfsleiders zijn veel meer bereid te praten en informatie te verschaffen over hun plannen', zegt Solomakhin, die met zijn fonds ook heel actief shortposities (via afgeleide producten rendement halen door te speculeren op koersdalingen) inneemt.

Ook Smith gelooft dat je tegendraads moet beleggen om beter te doen. 'Iedereen noemt indexbeleggen passief beleggen, maar dat klopt

natuurlijk niet. Eigenlijk is indexbeleggen niets anders dan momentumbeleggen, wat betekent dat je belegt in bedrijven die het op dat moment zeer goed doen', zegt Smith.

Het verklaart volgens Smith waarom de Magnificent 7-aandelen zo goed presteren. 'Naarmate meer geld van actieve naar indexfondsen wordt overgeheveld, zal dat effect aanhouden tot er iets gebeurt dat er een einde aan maakt, zoals tijdens de internetcrisis in 2000. Momentumbeleggen is een legitieme beleggingsstrategie, maar ze draait om het bezit van aandelen die stijgen. Het is fataal theorieën te ontwikkelen of op theorieën te vertrouwen die uitleggen waarom ze dat doen', zegt Smith.

## 6

### Consequent

Om beter te doen dan de markt hanteert u best een beleggingsstrategie die u consequent aanhoudt, ook al geeft de markt u enkele jaren ongelijk. Verschillende fondsbeheerders kenden de voorbije drie jaar moeizame tijden, omdat ze bijvoorbeeld door hun beleggingsstrategie nauwelijks belegden in de Magnificent 7. Maar als fondsbeheerder komt het erop aan te volharden in de boosheid en vast te houden aan de strategie.

De beheerders geloven ook dat het klimaat voor actieve beheerders alleen maar zal verbeteren. 'De ontwrichting van de markt is ontzettend groot. Dat zien we als we het waardeeringsverschil bekijken tussen de 20 procent aantrekkelijkste bedrijven en de 20 procent meest overgewaardeerde bedrijven. Dat verschil is historisch hoog, wat op beleggingskansen voor actieve beleggers duidt. Het huidige aandelenklimaat is een droom voor stockpickers', zegt Cook.