

Hoe hoog ligt de lat voor high yield?

Hoe komt het toch dat zo weinig actieve high yield-managers hun index kunnen verslaan? En dat ook passieve managers achterblijven bij hun index? In dit artikel betogen we dat een high yield-index niet zomaar te gebruiken is als benchmark voor het evalueren van portefeuillerendementen. We bespreken eerst een aantal specifieke kenmerken van high yield-obligaties, zoals het hoge couponpercentage en de geringe liquiditeit. Daarna beschrijven we criteria waaraan een goede benchmark moet voldoen: meetbaarheid, repliceerbaarheid, lage omzet en herbeleggingsregels voor kas. Door de high yield-kenmerken te confronteren met de benchmark-criteria blijkt dat een high yield-index geen goede benchmark is. We sluiten het artikel af met een aanbeveling aan beleggers in high yield-fondsen: vergelijk fondsen niet met de index, maar met elkaar.

Auteurs
Sander Bus¹ en Patrick Houweling²

Kenmerken van high yield-obligaties

De high yield-bedrijfsobligatiemarkt bestaat – per definitie – uit obligaties met de laagste ratings. Dit brengt een aantal kenmerken met zich mee. High yield-obligaties hebben hogere coupons dan investment grade-obligaties (8,3% vs. 5,5%), kortere looptijden (6,8 vs. 10,3 jaar) en zijn vaker vervroegd aflosbaar (67% vs. 5%).³ Daarnaast gaan meer high yield-bedrijven failliet (4,8% vs. 0,3% per jaar) en veranderen ze vaker van rating (20,0% vs. 10,8% per jaar).⁴ Tot slot kent het high yield-universum meer fusies en overnames.

Een ander belangrijk kenmerk van high yield-obligaties is dat deze relatief illiquide zijn. Dit zorgt voor tragere prijsaanpassingen alsook moeizamere en kostbaardere transacties, zie bijvoorbeeld Chen et al. (2007). Bovendien is de liquiditeit lager in tijden van marktstress, zoals in 2008 en 2011. Ook zijn er grote verschillen tussen obligaties: recenter uitgegeven obligaties en obligaties met een grotere nominale waarde zijn bijvoorbeeld meer liquide dan oudere en kleinere obligaties.

Benchmark criteria

De woorden index en benchmark worden vaak door elkaar gebruikt. Ze zijn echter niet uitwisselbaar: waar een index het marktrendement weergeeft, moet een benchmark het realiseerbare

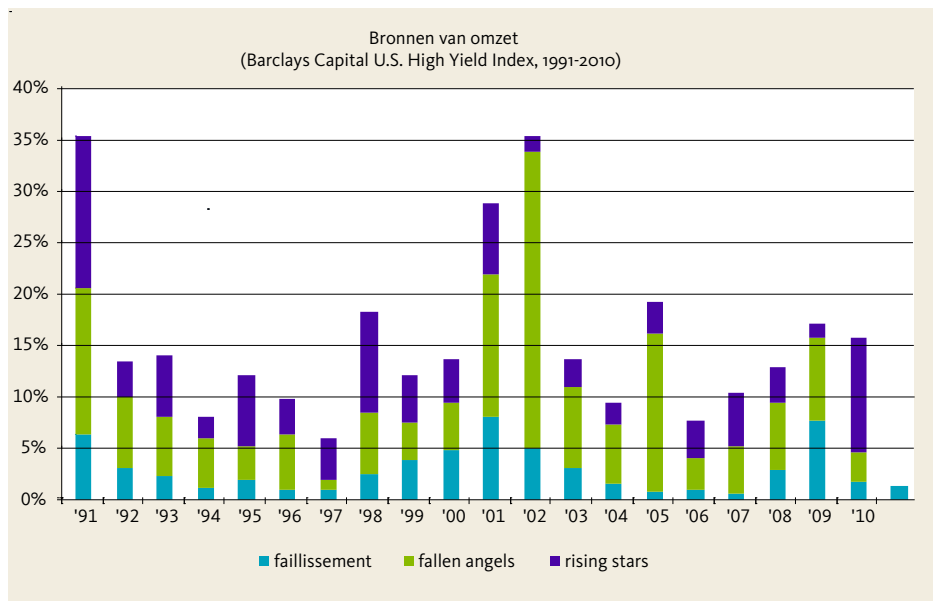
beleggingsrendement van een portefeuillemanager weergeven gegeven het mandaat dat hij heeft meegekregen van zijn klant; zie ook Goltz en Campani (2011). Aan een goede benchmark worden meer eisen gesteld dan aan een index. Academici, zoals Bailey (1992) en Fridson (1992), en de EFFAS (Brown, 1992) beschrijven criteria waaraan een benchmark moet voldoen. Het voert te ver om al deze criteria te behandelen. Een voorbeeld is het publiceren van de criteria waarmee obligaties opgenomen worden vóór aanvang van de evaluatieperiode, zodat indexveranderingen voorspelbaar zijn. Zo'n regel is universeel toepasbaar op alle beleggingscategorieën, inclusief high yield. Aan een aantal andere criteria is echter moeilijk te voldoen voor bedrijfsobligaties en vooral voor high yield. Deze criteria behandelen we hieronder.

Repliceerbaarheid

Repliceerbaarheid houdt in dat een passieve manager in staat is de hele index te kopen. Dit is een noodzakelijke voorwaarde om de toegevoegde waarde van een actieve manager te kunnen bepalen middels een vergelijking van zijn rendement met het indexrendement. Bij aandelenindices is repliceerbaarheid inderdaad een reële optie: een manager kan tegen lage kosten alle indexstukken kopen. Voor bedrijfsobligaties is volledige replicatie echter onmogelijk, omdat door hun illiquiditeit niet alle obligaties binnen korte tijd in de gewenste hoeveelheid te koop zijn. Dat geldt in sterkere mate voor high yield dan voor investment grade.

Meetbaarheid

Onder meetbaarheid wordt verstaan dat voor elke obligatie in de index de prijs te bepalen is, zodat het indexrendement berekend kan worden. Als het indexrendement namelijk niet (juist) berekend kan worden, kan de manager niet (goed) geëvalueerd worden. Door de illiquiditeit van high yield-obligaties is het echter lastig om een “juiste” prijs te bepalen: slechts een klein deel van de obligaties wordt elke dag verhandeld en de minst-liquide obligaties zelfs minder dan één keer per maand. Transactiepreizen zijn hierdoor niet beschikbaar, zodat teruggevallen moet worden op indicatieve preizen van handelaren. Dit gebeurt meestal maar één à twee keer per maand, zodat rendementen op andere dagen minder betrouwbaar zijn.



Figuur 1 Bronnen van omzet voor de Barclays Capital U.S. High Yield Index 1991-2010.

Lage omzet

Dit criterium specificeert dat een benchmark niet een “te hoge” omzet mag hebben, dat willen zeggen dat er niet “te veel” wijzigingen mogen zijn in de samenstelling van de index. Bij een te hoge omzet is namelijk geen sprake meer van een passieve vergelijkingsmaatstaf waaraan de toegevoegde waarde van actief beheer afgemeten kan worden. Bovendien zorgen indexwijzigingen voor verplichte transacties voor de portefeuillemanager, waardoor hij transactiekosten moet maken. Deze transactiekosten worden meestal niet doorberekend in de index.

Een aantal van de hierboven genoemde kenmerken zorgt voor een relatief hoge omzet in een high yield-index. Door het hogere faillissementsrisico verdwijnen relatief veel obligaties uit de index. Bovendien is de ratingstabiliteit lager, waardoor veel bedrijven de index uitgaan door upgrades (rising stars) of inkomen door downgrades (fallen angels). Tot slot zorgen fusies en overnames voor veranderingen in de indexsamenstelling.

Voor de belangrijkste oorzaken van de hoge omzet presenteren we in Figuur 1 historische cijfers voor de Barclays Capital U.S. High Yield Index voor 1991-2010. De gemiddelde omzet over deze periode was 15,6% van de marktwaarde van de index, met uitschieters naar 35% in 1991 en 2002. Deze omzet was aanzienlijk hoger dan bij aandelenindices; over dezelfde periode was de gemiddelde omzet van de S&P 500 bijvoorbeeld 4,6%.

Herbeleggen van kas

Het laatste criterium dat we bespreken betreft het herbeleggen van kas die door de obligaties in de index gegenereerd wordt. In een index wordt de kas aan het einde van elke maand proportioneel herbelegd in alle obligaties. Dit gebeurt “gratis”, namelijk tegen de biedprijs. Een portefeuillemanager moet de kas echter herbeleggen tegen de laatprijs.

Een aantal kenmerken van high yield-obligaties zorgt voor relatief veel kas. Allereerst noemen we

de hoge coupon van high yield-obligaties. Een andere bron van kas is als obligaties aflopen;⁵ dit gebeurt frequenter dan bij investment grade, omdat de gemiddelde looptijd van high yield-obligaties korter is. Bovendien zijn veel high yield-obligaties vervroegd aflosbaar, waardoor de feitelijke looptijd nog korter is dan initiële looptijd.

Figuur 2 illustreert de belangrijkste kasbronnen voor de Barclays Capital U.S. High Yield Index voor 1991-2010. De totale gegenereerde kas schommelde tussen de 9,9% en 17,0% per jaar (uitgedrukt als percentage van de marktwaarde); het gemiddelde was 12,9%. Ter vergelijking: de dividend yield van de S&P 500 was gemiddeld 2,0% over dezelfde periode.

Een schatting van de kosten

Dastidar en Phelps (2011) hebben recent geschat wat de transactiekosten zijn door omzet en herbeleggingen in de Barclays Capital U.S. High Yield Index. Over de periode januari 2007 - mei 2011 komen zij tot een schatting van 34 basispunten per jaar. Deze kosten waren in 2008 en 2009 flink hoger dan gemiddeld, namelijk 58 en 76 basispunten. Dit zijn echter papieren schattingen, want in de praktijk komen hier nog andere kosten bij, zoals door het aanhouden van kas, het omgaan met in- en uitstroom en het afdekken van valutarisico. Deze posten zijn niet uniek voor high yield-fondsen, maar door de hogere transactiekosten van high yield-obligaties resulteren ze wel in hogere additionele kosten voor portefeuillemanagers.

Additionele kosten

Omgaan met in- en uitstroom

Aanbieders van beleggingsfondsen bieden hun klanten de mogelijkheid dagelijks in- of uit te stappen. Bij instroom moet de portefeuillemanager obligaties bijkopen; dit gebeurt tegen de laatprijs. Bij uitstroom zal hij obligaties verkopen, tegen de



Sander Bus (l) en
Patrick Houweling (r)

biedprijs. De transactiekosten die gepaard gaan met aan- en verkopen zijn hoger voor high yield-fondsen dan voor investment grade- of aandelenfondsen. Het is cruciaal dat deze kosten gedragen worden door de in- en uitstappers en niet door de zittende beleggers in een fonds. Als dit toch gebeurt, zal een verschil ontstaan tussen het portefeuillerendement en het indexrendement.

Omdat het verkopen van high yield-obligaties tijd kost, zeker als de markt door stress minder liquide is dan normaal, houden veel high yield-managers kas aan in hun portefeuille. Aangezien een index géén structurele kaspositie heeft, zorgt dit voor een rendementnadeel in een stijgende markt en een -voordeel in een dalende markt; zie ook Levine et al. (2010).

Omgaan met valutarisico

Aanbieders van Europese fondsen dekken vaak het valutarisico van niet-euro beleggingen af naar euro's. Als de buitenlandse valuta depreciert, levert dit kas op voor de portefeuillemanager en moet hij obligaties bijkopen. Bij appreciatie moet de portefeuillemanager juist obligaties verkopen om kas te genereren. Deze transacties zorgen voor kosten en dus voor verschillen tussen het portefeuillerendement en het indexrendement. Dastidar en Phelps (2011) schatten de kosten van het afdekken van U.S. dollar-risico in de Barclays Capital U.S. High Yield Index voor een euro-belegger op 97 basispunten per jaar.

High yield-beleggen in de praktijk

Passief management

Passieve managers beogen hun index zo nauwkeurig mogelijk te volgen. Aangezien zij met alle

hierboven beschreven factoren te maken hebben, geeft het vergelijken van rendementen van Exchange Traded Funds (ETF's) met indexrendementen meer inzicht in de nauwkeurigheid van high yield-benchmarking. We analyseren hier de rendementen van U.S. High Yield ETF's over de periode december 2007 - augustus 2011;⁶ zie ook Houweling (2011). Opvallend is dat alle ETF's een zogenoemde *liquide index* volgen, welke bestaat uit de meest liquide obligaties, bijvoorbeeld door strengere eisen te stellen aan de minimale grootte. Zo'n index zou makkelijker te volgen moeten zijn dan een bredere index die ook minder-liquide obligaties bevat. Desondanks blijven de ETF's over de genoemde periode gemiddeld 3,3% per jaar achter bij hun eigen index. Omdat ook passieve managers het niet lukt om het indexrendement te genereren, laat dit zien dat een high yield-index geen goede benchmark is. Wel biedt het verschil tussen ETF- en indexrendementen een inschatting van de kosten die wél door portefeuillemanagers gemaakt moeten worden, maar niet doorberekend worden in de index.

Actief management

Een portefeuillemanager van een actief-beheerd fonds kan op een aantal manieren proberen de genoemde kosten (deels) teniet te doen. Allereerst kan hij in- en uitstroom aangrijpen om de portefeuille te herbalanceren. Bij instroom kan hij zijn favoriete namen bijkopen. Hij kan ook even wachten met het beleggen van nieuw geld als hij een negatief marktrendement verwacht. Deze visies op individuele namen en op de markt als geheel kunnen waarde toevoegen. Een passieve manager heeft deze mogelijkheden niet.

Ten tweede kan een actieve manager deelnemen aan nieuwe emissies. Nieuw-uitgegeven obligaties

komen vaak tegen een gunstige prijs naar de markt ten opzichte van bestaande obligaties. Een actieve manager kan hierdoor goedkoper aan zijn obligaties komen dan een passieve manager. Deze laatste heeft namelijk niet de mogelijkheid obligaties te kopen die (nog) niet in de index zitten.

Tot slot kan een actieve manager obligaties die uit de index verdwijnen toch aanhouden in zijn portefeuille. Zo kan hij bijvoorbeeld besluiten *rising stars* niet te verkopen om transactiekosten te besparen.

Samenvatting en aanbevelingen

Beleggen in high yield-bedrijfsobligaties heeft diverse aantrekkelijke kanten, zoals een hoog couponpercentage en hoge rendementen. High yield-portefeuillemanagers hebben echter ook te maken met een aantal uitdagingen, zoals beperkte liquiditeit, faillissementen, ratingmigraties en vervroegd-aflosbare obligaties. In dit artikel hebben we laten zien dat deze specifieke kenmerken van high yield-obligaties ervoor zorgen dat een high yield-index niet te gebruiken is als benchmark waartegen portefeuillemanagers geëvalueerd kunnen worden. Portefeuillemanagers hebben namelijk te maken met diverse kosten die niet terugkomen in het indexrendement. We hebben in dit artikel enkele manieren beschreven waarop actieve managers kunnen proberen hun achterstand op de index (deels) teniet te doen.

We besluiten dit artikel met een aanbeveling aan beleggers in high yield-fondsen. Zolang indices niet alle kosten bevatten die in de praktijk wel gemaakt moeten worden, raden we beleggers aan om hun portefeuillemanagers niet direct te vergelijken met de index. De index is namelijk geen eerlijke meetlat. Beleggers zouden beter managers met dezelfde index met elkaar kunnen vergelijken. Of, als iedere manager een andere index gebruikt, zouden beleggers outperformances kunnen vergelijken, waarbij eerst iedere manager met zijn eigen index wordt

vergeleken. Het is daarbij heel goed mogelijk dat de meeste outperformances negatief zijn, zowel voor actieve als passieve managers. Zoals blijkt uit dit artikel, betekent dat niet automatisch dat alle managers slecht gepresteerd hebben, maar zegt dit ook veel over het gebruik van indices als benchmarks.

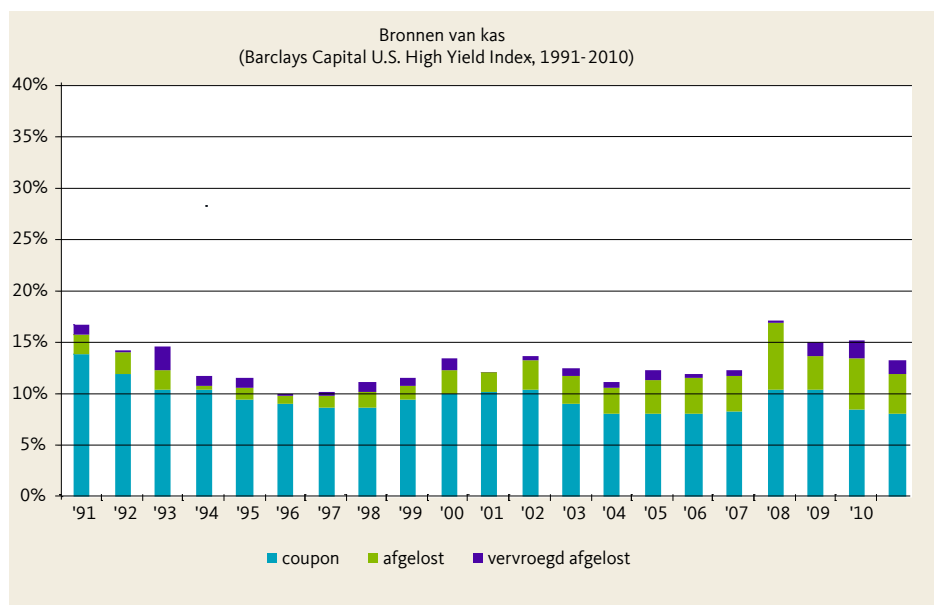
Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven. De auteurs bedanken Paul Beekhuizen, Linda Boersma, Daniël Haesen, Roeland Moraal, Margret Smits en de VBA-redactie voor feedback op een eerdere versie.

Referenties

- Bailey, J.V., 1992, "Evaluating Benchmark Quality", *Financial Analysts Journal*, 48, pp. 33-39.
- Brown, P.J., 2002, *Constructing and Calculating Bond Indices: A Guide to the EFFAS European Bond Commission Standardized Rules*, Gilmour Drummond Publishing, Cambridge.
- Chen, L., D.A. Lesmond, J. Wei, 2007, "Corporate Yield Spreads and Bond Liquidity", *Journal of Finance*, 52(1), pp. 118-149.
- Dastidar, S., B. Phelps, 2011, "High yield Investing: Manager Performance Drag from Uncompensated Transaction Costs", working paper, Barclays Capital.
- Fridson, M. S., 1992, "High-Yield Indexes and Benchmark Portfolios", *The Journal of Portfolio Management*, 18(2), pp. 77-83.
- Houweling, P., "On the Performance of Fixed Income Exchange Traded Funds", working paper, <http://ssrn.com/abstract=1840559>.
- Goltz, F., C. H. Campani, 2011, "A Review of Corporate Bond Indices: Construction Principles, Return Heterogeneity, and Fluctuations in Risk Exposures", working paper, EDHEC.
- Levine, R., E. Drucker, S. Rosenthal, 2010, "The Problems and Challenges of High-Yield Bond Benchmarking", *The Journal of Portfolio Management*, 36(4), pp. 93-98.

Noten

- 1 Sander Bus is Portfolio Manager High Yield bij Robeco Investments.
- 2 Patrick Houweling is Quantitative Researcher bij Robeco Investments.
- 3 Bron: Barclays Capital US Corporate Investment Grade en US High Yield indices, 31 augustus 2011.
- 4 Bron: Moody's, 1920-2010.
- 5 Voor de meeste indices geldt: als de resterende looptijd korter wordt dan één jaar, want dan worden obligaties uit de index verwijderd.
- 6 iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond Fund (HYG), SPDR Barclays Capital High Yield Bond ETF (JNK) en PowerShares High Yield Corporate Bond Portfolio (PHB). Dit zijn alle U.S. High ETF's die er bestaan. Databronnen: Datastream voor de total returns van de ETF's en Bloomberg voor de total returns van hun benchmarks.



Figuur 2 Bronnen van kas voor de Barclays Capital U.S. High Yield Index van 1991-2010.