

# ACTIEF OF PASSIEF: NIEUWE DILEMMA'S VOOR BELEGGER

Actief of passief beleggen: het debat blijft actueel. Beide strategieën zijn inmiddels stevig verankerd in menig portefeuille, maar veranderende marktomstandigheden, regelgeving en maatschappelijke eisen maken de keuze ertussen allesbehalve vanzelfsprekend.

*Door Esther Waal*

Waar passieve strategieën lange tijd mede dankzij hun lage kosten en transparantie terrein wonnen, dwingen de huidige marktvolatiliteit en geopolitieke onzekerheden beleggers wellicht tot heroverweging.

Tegelijk staan institutionele beleggers onder druk om duurzaamheid en maatschappelijke impact expliciet te integreren in hun portefeuilles. Maar hoe verhouden standaard indices zich tot die ambities? Kun je met passieve strategieën effectief inspelen op ESG-doelstellingen, of is daar juist actieve sturing voor nodig?

Ook op portefeuilleniveau spelen dilemma's. Indexbeleggen leidt soms tot onbedoelde concentratierisico's,

hetgeen recentelijk duidelijk werd door de dominantie van de Magnificent 7 in brede, marktgewogen indices. Hoe 'passief' is passief beleggen dan nog?

Daarbovenop brengt de invoering van de Wtp nieuwe afwegingen met zich mee. Het nieuwe pensioenstelsel vraagt om transparantie en uitlegbaarheid, ook ten aanzien van kosten. Passieve strategieën passen hier goed bij. Maar bieden ze ook de benodigde flexibiliteit en dynamiek?

In deze special delen verschillende experts hun inzichten over enkele actuele vraagstukken in het speelveld tussen actief of passief beleggen.



## Alfred Slager

Hoogleraar Institutionele Beleggingen, Vrije Universiteit Amsterdam

‘Hoe complexer de index, hoe groter de kans op onverwachte gevolgen.’

### In hoeverre kunnen passieve strategieën voldoende inspelen op duurzaamheid en maatschappelijke impact?

‘Is het niet beter om je af te vragen hoe passieve strategieën hierop zouden moeten inspelen? Het is positief dat bij passieve strategieën niet alleen naar de belangrijkste financiële kenmerken wordt gekeken, maar ook steeds vaker naar hoe bedrijven omgaan met duurzaamheidsontwikkelingen. Tegelijkertijd worden steeds meer criteria in de samenstelling van indices verwerkt. Zo’n index moet onderhand van alle markten thuis zijn. Daarmee vragen we misschien wel te veel van passieve strategieën. Hoe complexer de index, hoe groter de kans op onverwachte gevolgen. Als maatschappelijke impact het doel is, passen private investeringen daar vaak beter bij. In dat domein is de discussie tussen actief en passief bovendien minder relevant.’

### Heeft de Wtp invloed op de keuze tussen actief of passief beleggen?

‘Daar heb ik geen uitgesproken mening over. Het lijkt me opmerkelijk als pensioenbesturen door de Wtp ineens allerlei nieuwe actieve beleggingsmogelijkheden zien die er daarvoor niet waren. Dan is de vraag waarom die mogelijkheden eerder niet benut werden. Alleen wijzen op de VEV-restrictie lijkt me daarvoor een wat beperkt antwoord. Andersom geredeneerd: pensioenbesturen die door de Wtp meer passief gaan beleggen, doen dat niet omdat ze plotseling tot de conclusie komen dat actief beleggen niet bij hen past. Eerder is het zo dat ze na de invoering van de Wtp meer tijd en aandacht willen besteden aan IT-systemen, communicatie of andere zaken. Door passiever te beleggen, creëren ze ruimte in hun ‘governance-budget’ om zich daarop te richten.’

## Effi Bialkowski

Senior Portfolio Manager, Van Lanschot Kempen



### In hoeverre kunnen passieve strategieën voldoende inspelen op duurzaamheid en maatschappelijke impact?

‘Passieve strategieën kunnen zeker inspelen op duurzaamheid, vooral via uitsluitingen en ESG-tilting. Denk aan uitsluitingen op basis van bedrijfsactiviteiten, duurzaamheidsscores, broeikasgasuitstoot of normenschendingen. Ook kunnen duurzame activiteiten binnen een index overwogen worden.’

We zien verschillende gradaties van duurzaamheidsintegratie in passieve strategieën. Sommige indexoplossingen beperken zich tot het uitsluiten van de meest controversiële bedrijfsactiviteiten en/of normschendingen, terwijl er ook oplossingen zijn die een bredere set aan criteria toepassen, gecombineerd met een tilting-mechanisme naar een positieve bijdrage aan de SDGs.

Duurzaamheidsintegratie in passieve strategieën kent echter ook beperkingen.

De data die wordt gebruikt door indexproviders is bijvoorbeeld vaak grotendeels terugkijkend en ook niet altijd volledig onbetwist. Voor de maximale maatschappelijke impact en additionele waardecreatie blijft een actieve of hybride benadering vaak de beste keus.’

### Hoe passief zijn indices tegenwoordig?

‘Wij spreken zelf bij voorkeur over indexing. Zelfs de meest ‘passieve’ indices hebben immers actieve elementen. De keuzes die gemaakt worden bij de indexsamenstelling, ESG-integratie, sectorwegingen en replicatiemethoden maken dat passieve strategieën vaak actieve elementen bevatten. Ook de keuze voor een bepaalde regio of sector is een actieve keuze die veel meer impact kan hebben dan de keuze om actief een index te volgen. De term ‘passief’ verwijst dus vooral naar de uitvoering, niet naar de beleidsmatige keuzes die eraan voorafgaan.’

‘Duurzaamheidsintegratie in passieve strategieën kent beperkingen.’



## Eelco Ubbels

Founder, Asset Allocation Specialist, Alpha Research NL

## Astrid Smit

Investment Strategist, Alpha Research NL

## Frank Dankers

Analist, Alpha Research NL



### In hoeverre zijn passieve strategieën passend in een volatiele en inflatiegevoelige markt?

‘In het debat over actief versus passief beleggen loont het om eerst naar het speelveld te kijken. Om de mogelijke keuzes goed te onderscheiden, worden hieronder de onderdelen asset allocatie en fondsselectie in een kwadrant geplaatst. Er zijn vier mogelijke combinaties te maken met asset allocatie en fondsselectie: actieve allocatie en actief beheerde fondsen, actieve allocatie met passieve fondsen, passieve allocatie met actieve fondsen en passieve allocatie met passieve fondsen. Elke benadering vraagt om andere skills – en vooral: een duidelijke visie op waar je als organisatie waarde toevoegt.

Actief op beide vlakken (#1) – allocatie én fondsselectie – klinkt aantrekkelijk, maar leidt vaak tot frictie. Denk aan een goed asset allocatiebesluit, waarbij de gekozen actieve fondsen toch achterblijven. Bij actief beheerde fondsen is een langere beleggingshorizon cruciaal, maar dit gaat moeilijk samen met regelmatige veranderingen in de allocatie. Je kunt niet én keeper én spits zijn. Focus is cruciaal.

Tegelijkertijd is passieve allocatie + passief beheer (#4) wel érg relaxed: de allocatie staat vast en je vertrouwt volledig op wat de indices bieden – inclusief

concentratierisico's, wegingen op basis van marktkapitalisatie en sectorbiases. Maar bij deze benadering kan er voorbij worden gegaan aan de vraag of bepaalde beleggingscategorieën nog wel voldoende rendement op kunnen leveren (bijvoorbeeld bij heel lage rente of hoge waarderingen) en of concentratierisico's bij de market-capbenadering niet te groot worden. Het is alsof je een voetbalelftal automatisch opstelt zonder analyse van de tegenstander en zonder te kijken wie fit is.

Daarom zie je in de praktijk vaak de combinatiestrategieën:

- Actieve asset allocatie met passieve implementatie via ETF's (#2) – tactisch inspelen op macrothema's als inflatie, geopolitiek of rente, zonder afhankelijk te zijn van individuele fondsmanagers.
- Of juist passieve allocatie met actieve selectie (#3) – langetermijnportefeuilles opgebouwd rond zorgvuldig gekozen fondsen.

Als je als belegger wilt inspelen op de volatiliteit van de markten en op het thema inflatie, is sturing op allocatieniveau vaak effectiever dan focus op fondsselectie. Dat pleit dus voor strategie #2. Maar de kernvraag die je jezelf altijd moet stellen, is: waar ligt mijn skill? Weet waar jij en je team goed in zijn, ken de regels van het spel, maak je keuzes – en probeer niet alles tegelijk te doen.

‘Actief op zowel asset allocatie als fondsselectie leidt vaak tot frictie.’





## Rishma Moennasing

Hoofd Beleggingsfondsen en Mandaten, Rabobank Investment Office

‘Er is steeds meer vraag naar equal weight indices.’

### In hoeverre zijn passieve strategieën passend in een volatiele, inflatiegevoelige of geopolitiek onrustige markt?

‘Over het algemeen kiezen we bij grote efficiënte markten, zoals een wereldwijde belegging, ofwel voor exposure naar een grote markt, zoals de VS of Europa, ofwel voor een passieve belegging. Voor een actieve beheerder is het over het algemeen moeilijker om de index te verslaan in deze efficiënte markten. Een passieve invulling kan in dit soort bijzondere tijden in de markt prima samengaan met een actieve aanvulling. Een actieve beheerder kan bijvoorbeeld op bedrijfsniveau bekijken of de invoerheffingen van president Trump de activiteiten en resultaten van een bedrijf raken en zijn fonds daarop aanpassen. In deze markt kan actief beheer daarom zeker waarde toevoegen.’

### Hoe passief zijn indices tegenwoordig?

‘Een paar trends zijn merkbaar. Er is steeds meer vraag naar equal weight indi-

ces om de effecten van bubbels, zoals de techbubbel met de Magnificent 7, op de resultaten en volatiliteit van een index te verminderen. Ook is er nu meer vraag naar indices die wereldwijd exclusief de VS beleggen. Dit heeft alles te maken met het geopolitieke sentiment, waarbij beleggers meer kiezen voor een onderweging van de VS, of om helemaal uit Amerikaanse aandelen te gaan en dit te investeren in Europa. De belangstelling voor indices met Europese aandelen, en in het bijzonder in de regio of een landenindex zoals de DAX, neemt dan ook toe. Ook is er meer vraag naar indices die in Europa in specifieke thema's zoals innovatie, defensie en productie van kapitaalgoederen, halfgeleiders of clouddiensten beleggen. Vooral dat laatste segment wordt nu nog gedomineerd door Amerikaanse techbedrijven. Wellicht rijkelijk laat, maar Europa lijkt tot het inzicht te zijn gekomen dat we op bepaalde kernactiviteiten te afhankelijk zijn geworden van de VS. Wat dat betreft heeft president Trump Europa wel wakker geschud.’

## Marc van Maarle

Senior Institutioneel Vermogensbeheerder, Index People

### Hoe moet je omgaan met concentratierisico's in passieve portefeuilles?

‘Spreiding van risico's is de enige ‘free lunch’ bij beleggen. Voor onze organisatie geldt dat een grote mate van spreiding noodzakelijk is om concentratierisico's te mitigeren. Dit geldt niet alleen voor losse aandelen, maar ook voor regio's en (sub-) asset classes. Daarom is de passieve voorkeurspropositie voor onze klanten gebaseerd op een regionale verdeling van de aandelenbeleggingen op basis van de verdeling van het wereldwijde BNP zoals door het IMF gepubliceerd. Het automatische gevolg hiervan is dat Amerika voor ongeveer 35% meeweegt, terwijl een grotere allocatie naar opkomende landen en Europa het logische gevolg is. Verder voegen wij ook nog small cap-aandelen toe om een verdere spreiding te bewerkstelligen.’

### In hoeverre zijn passieve strategieën passend in een volatiele, inflatiegevoelige of geopolitiek onrustige markt?

‘Bij ons worden passieve klantportefeuilles ingericht op basis van risicobereidheid in combinatie met de beleggingshorizon van de klant. Niet alleen de gebruikte beleggingsoplossingen worden passief beheerd, maar ook het beleid is passief. Het bewaken van de risicoprofielen is gebaseerd op rules-based herbalanceren van klantportefeuilles, waarbij emoties en verwachtingen worden uitgesloten. Aangezien wij financiële markten niet kunnen voorspellen, is ons enige doel om de beleggingsportefeuilles in lijn te houden met de gewenste risicoprofielen van klanten. Een bijkomend voordeel hiervan is dat deze methodiek verplicht tot winstnemen bij grotere stijgingen en tot bijkopen bij dalingen.’



‘Spreiding van risico's is de enige ‘free lunch’ bij beleggen.’



## Wim Zwanenburg

Beleggingsstrateeg, Stroeve & Lemberger

“Passief” is iets anders dan lijdzaam toekijken.

### In hoeverre zijn passieve strategieën passend in een volatiele, inflatiegevoelige of geopolitiek onrustige markt?

‘Met passieve strategieën voorkom je een overreactie op marktturbulentie en geopolitieke onzekerheid. Je blijft belegd in de markt, in plaats van emotioneel gedreven koop- of verkoopbeslissingen te nemen. Met passieve fondsen die brede indices volgen, ben je automatisch goed gespreid over sectoren, regio's en bedrijven. Dit dempt individuele risico's. In een markt waarin de volatiliteit is toegenomen, bijvoorbeeld door Trumps protectionistische handelsbeleid en onzekerheid over importtarieven, logistieke ketens en inflatie, is de kans op selectiefouten van actieve managers groter. Kies je toch voor actief beheerde fondsen – en dat kunnen ook ‘Active ETF's’ zijn, kies dan voor fondsmanagers die trouw zijn aan hun overtuigingen en een lage portefeuilleomzet-snelheid hebben. Dus ‘passief’ zijn, hetgeen iets anders is dan lijdzaam toekijken.’

### Hoe moet je omgaan met concentratierisico's in passieve portefeuilles?

‘Veel indexfondsen zijn als marktwaarde-gewogen passieve fondsen zwaar gewogen in groeiaandelen (zoals technologie), die gevoeliger zijn voor rentestijgingen als gevolg van inflatie. Na de excellente beleggingsresultaten van de Magnificent 7 was hun gewicht en de concentratie eind 2024 fors toegenomen. Bij geopolitieke schokken en een plotselinge verschuiving van regioselectievoorkeuren, zoals in de eerste maanden van 2025, is er tevens een grotere gevoeligheid voor winstnemingen. Een keuze voor ‘gelijkgewogen’ passieve fondsen ligt dan voor de hand. Het tij kan echter snel keren. De goede beleggingsresultaten van veel technologieaandelen waren niet alleen te danken aan opgelopen waarderingen, maar ook aan de forse winstgroei en margeverbetering. Dienstverlenende bedrijven en softwareleveranciers hebben minder last van importheffingen.’

## CONCLUSIE

De gesprekken met onze zes experts laten zien dat het onderscheid tussen actief en passief beleggen geenszins zwart-wit is. Passieve strategieën worden verfijnder en kunnen steeds beter duurzaamheidscriteria integreren. Toch zit er een grens aan hun effectiviteit op het gebied van duurzame impact. Juist daar blijven actieve benaderingen aantrekkelijk, zeker in het private assets-domein.

In onrustige markten bieden passieve strategieën rust, discipline en brede spreiding. Vooral in efficiënte markten bewijzen zij hun waarde, maar ‘actief’ kan helpen om in te spelen op specifieke risico's of kansen. Daarbij blijkt vooral actieve asset allocatie in combinatie met passieve fondsen een krachtige benadering, mits uitgevoerd met visie en focus.

Opvallend is ook dat indices zelf steeds minder ‘passief’ zijn. Passief beleggen vereist in de praktijk actieve keuzes. ‘Passief’ heeft vooral betrekking op de uitvoering, niet op de strategische keuzes die eraan voorafgaan. Onze experts erkennen de toegenomen concentratierisico's in marktkapitalisatie-gewogen indices. Die kunnen worden beperkt via gelijkgewogen strategieën, een bredere spreiding over regio's en thema's of een andere aanpak. Het moge duidelijk zijn: passief en actief zijn geen tegenpolen, maar complementaire bouwstenen. Succes schuilt in focus, duidelijke keuzes en het inzetten van de juiste expertise.