

Actief en passief beleggen zijn met elkaar verweven

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



Een actieve investment manager moet in theorie in staat zijn om waarde toe te voegen in een minder efficiënte markt die door niet al te veel analisten wordt gevolgd. De theorie gaat echter redelijk vaak niet op. Dat opent de deur naar passief beleggen, wat duidelijke kostenvoordelen met zich meebrengt.

Wat is de definitie van actief en passief beheer?

Jan-Paul van der Ent: 'Actief beheer staat voor de opdracht beter te presteren dan een index of benchmark en passief beheer voor het nabootsen of repliceren van een index.'

Fons Lute: 'Actief beheer houdt ook in dat je een visie hebt op de waardering van de assets en iets met die visie doet. Passief is meer niet weten wat de waarde is, maar vertrouwen op de index.'

Martijn Rozemuller: 'Actief beheer is niet op regels gebaseerd en passief beheer wel. Als het beheer op regels is gebaseerd, is het niet afhankelijk van de beheerder.'

Rob Winters: 'Wij zijn van mening dat markten niet te timen zijn en dat een hoge mate van spreiding risicoverlagend werkt. Wij geloven in een passieve systematische aanpak. Daarom worden alle portefeuilles voor onze particuliere klanten belegd op basis van passieve instrumenten.'

Maurice Lemans: 'Als je geen uitgesproken mening hebt over waarin je wilt beleggen, is de keuze voor een – waarschijnlijk brede – benchmark de gemakkelijkste manier. Dat is een passieve vorm van portefeuillebeheer. Elke toevoeging is een vorm van actief beheer. Oftewel, bij actief beheer komt een visie om de hoek kijken die je wilt implementeren in de portefeuille.'

Lute: 'Ik denk dat je een op regels gebaseerde strategie kunt hanteren en toch ook marktvisies kunt hebben. Het een hoeft het ander niet uit te sluiten.'

Rozemuller: 'In mijn ogen kan iemand die als een actieve manager wordt beschouwd, ook een passieve benadering hebben. Het onderscheid tussen actief en passief zal steeds moeilijker te maken zijn, omdat ze uiteindelijk met elkaar verweven zijn.'

Thomas Jonk: 'De grens tussen actief en passief is in sommige gevallen minder duidelijk geworden, bijvoorbeeld bij het gebruik van thematische beleggingen of de implementatie van duurzame elementen. Dergelijke beslissingen zijn actieve keuzes binnen een passief product.'

Stuart Dunbar: 'Actief beheer is de doelbewuste allocatie van kapitaal naar bepaalde projecten en bedrijven. Het is het inzetten van kapitaal en heeft helemaal niets te maken met een benchmark.'

Is het onderscheid tussen actief en passief nog steeds relevant? En zo ja, waarom?

Jonk: 'Ik denk dat er nog steeds een duidelijk onderscheid is tussen actief en passief als we kijken naar de active share, de risico's en de mogelijkheid om alpha te creëren. Verder zijn de kosten van passief beheer veel lager dan die van actief beheer.'

Winters: 'Het onderscheid zal altijd relevant blijven. Het is wel belangrijk om geen appels met peren te vergelijken. Daarnaast zien steeds meer beleggers de kostenvoordelen van het gebruik van passieve producten in de markten.'

Lute: 'In de pensioenwereld is passief beheer voor velen een beleggingsovertuiging. Daarbij spelen de kosten, die gepubliceerd en vergeleken worden, een grote rol.'

Dunbar: 'Er is een duidelijk onderscheid. Maar veel van wat zichzelf actief beheer noemt, is dat niet echt. Bij echt actief beheer moeten zowel de prijs-kwaliteitverhouding als de kosten een rol spelen. Ik denk dat veel beleggers de implicaties van behoorlijk actief zijn en dramatisch afwijken van een index, niet echt begrijpen.'

Lemans: 'Actieve managers moeten laten zien dat hun prestaties ook waarde toevoegen. Dat is de reden waarom ze een hogere fee kunnen vragen dan passieve managers. Om alpha te genereren, moet een beheer-

Voorzitter:

Eelco Ubbels,
Alpha Research NL

Deelnemers:

Stuart Dunbar,
Baillie Gifford
Jan-Paul van der Ent,
Sophister.nl
Thomas Jonk,
Wealth Management Partners
Maurice Lemans,
Auréus
Fons Lute,
KKL Partners
Martijn Rozemuller,
VanEck Europe
Rob Winters,
Index People



VOORZITTER

Eelco Ubbels

Eelco Ubbels is sinds 2012 Directeur/Oprichter van Alpha Research, een onderzoeksbureau voor de professionele belegger met een focus op asset allocatie-research en fondsselectie. Daarnaast is hij lid van de Commissie Tactische Asset Allocatie bij CFA Society VBA Netherlands. Hij is tevens Oprichter van de LinkedIn Tactical Asset Allocation Group en Co-Founder van het in 2015 opgerichte researchplatform www.opiniopro.com. In de jaren daarvoor bekleedde hij diverse functies bij onder meer Petercam, INMAXXA en AXA.



Stuart
Dunbar

Stuart Dunbar trad in 2003 in dienst bij Baillie Gifford en werd in 2014 Partner. Hij coördineert de wereldwijde marketing en productontwikkeling en maakt deel uit van de Strategic Leadership Group en de ESG Steering Group. De afgelopen jaren lag zijn focus op de ontwikkeling van de 'Actual Investors'-filosofie van Baillie Gifford en de ontwikkeling van de ESG-research en duurzame strategieën. Eerder werkte Dunbar bij Dresdner RCM en abrdn.



Jan-Paul
van der Ent

Jan-Paul van der Ent werkt sinds november 2016 als zelfstandig investment manager. Voorafgaand aan zijn activiteiten voor onder meer pensioenfondsen ING en Vermogensbeheer.nl werkte hij als vermogensbeheerder bij SNS Securities NV. Hij startte zijn loopbaan in 1992 als Beleggingsanalist bij Swiss Bank Corporation. Hij is afgestudeerd als Staatkundig- en Monetair Econoom (Erasmus Universiteit) en heeft de CAIA-registratie van Alternative Investment Analyst.



Thomas
Jonk

Thomas Jonk is Portfolio Manager bij Wealth Management Partners en houdt zich bezig met fondsselectie en portefeuilleconstructie. Jonk startte in 2012 bij Binck Bank, waar hij eindverantwoordelijk was voor beleggingsfondsen en ETFs. Voor WMP was Jonk bij ING Bank actief als Sales Trader binnen de afdeling Financial Markets.



Maurice
Lemans

Maurice Lemans heeft van 1996 tot 2010 in verschillende functies gewerkt bij Schretlen & Co. Eerst als Private Banker voor het vermogens- en relatiebeheer van private wealth clients, later als Beleggingsstrateeg en Sector Specialist verantwoordelijk voor sectorallocatie. Vanaf 2005 werd hij Specialist in Structured Products. In 2010 werd hij Fund Manager bij Rabobank Vermogensbeheer. In de loop van 2021 trad hij aan als Portofolio Manager bij Auréus.



Fons
Lute

Fons Lute is Partner van KKL Partners, dat institutionele beleggers helpt bij het vinden van hoogwaardige, krachtige en impactvolle vermogensbeheeroplossingen. Vanaf 1984 heeft hij als beleggingsprofessional gewerkt bij verschillende pensioenfondsen, verzekeraars en vermogensbeheerders. Lute werkte onder andere als Chief Investment Officer bij Blue Sky Group en MD Alternative Strategies bij PGGM. Ook was hij Managing Director bij BlackRock Solutions.



Martijn
Rozemuller

Martijn Rozemuller heeft Technische Bedrijfskunde gestudeerd aan de Universiteit Twente. Hij ging daarna aan de slag bij handelshuis Optiver, waar hij naast opties ook kennismaakte met ETFs. Bij Optiver werd hij Partner. Na zijn carrière bij Optiver heeft Rozemuller in 2008 het bedrijf Think ETFs opgericht en was daar Directeur. In 2018 nam de Amerikaanse aanbieder van beleggingsproducten VanEck, Think ETFs over. Sindsdien is Rozemuller CEO van VanEck Europe.



Rob
Winters

Rob Winters is Institutioneel Vermogensbeheerder bij Index People. In die rol houdt hij zich bezig met een scala aan beleggingsinhoudelijke zaken. Zo houdt hij zich als lid van de beleggingscommissie van Index People onder meer bezig met de portefeuilleconstructie van de (maatwerk) portefeuilles van de institutionele en particuliere relaties. Daarnaast ligt zijn focus op de integratie van duurzaamheid binnen de beleggingsportefeuilles.

'Als beleggings-overtuigingen nauwer gedefinieerd zijn, is een op maat gemaakte benchmark zinvol. Zo niet, dan ga je voor de alom gerespecteerde benchmarks.'

der echt actief zijn en geen benchmark-hugger. Actieve managers zijn zeker relevant. Vooral in markten die beperkt efficiënt zijn, kan waarde worden toegevoegd. Goed presterende actieve managers zijn er wel, maar het is moeilijk om ze structureel te vinden.'

Dunbar: 'De wetenschappers Cremers en Petajisto hebben onderzoek gedaan naar succesvolle actieve managers. Daaruit blijkt dat een klein aantal managers, dat een hele hoge active share heeft en een zeer lage omzet, met een hoge mate van waarschijnlijkheid een outperformance op de lange termijn kan laten zien.'

Hoe dragen actief en passief beleggen bij aan het proces van vermogensvorming op de lange termijn? En dragen ze in gelijke mate bij aan de samenleving?

Dunbar: 'Wij verwachten van zowel actieve als passieve managers rentmeesterschap van het vermogen en betrokkenheid bij bedrijven en dat zij de effecten op maatschappij en milieu begrijpen. Ik denk dat klanten zich moeten realiseren dat zij voor een hoog niveau van 'stewardship' moeten betalen, want het gaat om een arbeidsintensieve exercitie. Zo bezien is het voor het 'lage-kosten business model' aan de passieve kant moeilijk bij te dragen aan de samenleving.'

Rozemuller: 'Zowel actief als passief dragen bij aan de reële economie. Op verschillende manieren en met verschillende impact. Actief beleggen is verreweg de grootste van de twee en zal dus per definitie meer impact hebben. Actieve managers zullen ook beter nadenken over waar het geld naartoe moet. Passieve managers spreiden in principe geld door de index. Hierbij is het belangrijk om te beseffen dat het niet vanzelfsprekend is dat een bedrijf in een index belandt: het moet zeker enig succes hebben gehad.'

Lute: 'Daar ben ik het mee eens. Het creëren van rijkdom op de lange termijn geschiedt door bedrijven en niet door beleggers.'

Hoe stellen jullie een beleggingsportefeuille samen? Met een core-satellite strategie? Is de kern actief of passief?

Jonk: 'Je begint met je strategische beleid en past daarna je tactische visie toe. De core bestaat uit zowel actief als passief beheerde

strategieën. De core is, om het zo te zeggen, degelijk. Dat betekent dat die bestaat uit een stijl-neutrale invulling, om zo optimaal gebruik te kunnen maken van je tactische visie op de portefeuille en de markt. In de satellite kun je beleggen in thema's, beleggingsstijlen of asset classes die op een gegeven moment aantrekkelijk zijn.'

Lemans: 'Of de kern actief of passief is, hangt af van het portefeuillekarakter. Wij voeren vier verschillende portefeuilles, gebaseerd op 'Individuele aandelen', een 'Markt/factor-benadering', een 'Duurzame strategie' en een 'Actieve strategie gestuurd op risico'. Vaak zien we dat – waar mogelijk – de kern passief is. Afhankelijk van de portefeuille voegen we actieve managers toe.'

Winters: 'Voor onze klanten bouwen we portefeuilles die gebaseerd zijn op het in overleg met de klant vastgestelde risicoprofiel. Voor onze particuliere klanten maken wij hierbij uitsluitend gebruik van passieve producten. Voor onze institutionele klanten kunnen we voor specifieke beleggingsvraagstukken ook uitwijken naar actief beheerde producten.'

Van der Ent: 'Omdat kosten zo'n grote rol spelen, zou ik zeggen dat de kern van de portefeuille passief is, met daaromheen een aantal actieve beleggingen, de satellites. In de discussie hoorde ik de termen 'saai' en 'defensief', maar ik zou de beleggingsmix liever gestructureerd noemen.'

Lute: 'Ik zie graag hoge tracking errors, vooral als ze afkomstig zijn van geconcentreerde portefeuilles. Als zulke portefeuilles worden gecombineerd en zij onderling laag gecorreleerd zijn, dan resulteert het in een portefeuille met een lage tracking error. Dat creëert wel wat peer group risico.'

Dunbar: 'Het is niet mijn taak om portefeuilles samen te stellen, maar we zeggen wel tegen klanten dat we op individueel niveau een heel hoge tracking error zullen laten zien. Dat houdt in dat we of veel beter of aanzienlijk slechter presteren. Je zult zelf moeten bepalen of je dat binnen je structuur >

'Een goede benchmark is liquide, toegankelijk, gespreid en sluit aan op de wensen van de belegger. En de governance moet op orde zijn.'

aankunt, ook wat betreft je risicotolerantie en tijdskaders.’

Hebben wij voldoende inzicht in de portefeuille, aangezien het combineren van actief en passief een risico van overdiversificatie inhoudt?

Lemans: ‘Als je te veel fondsen toevoegt, loop je inderdaad het risico van overdiversificatie. Het andere risico is dat je te veel betaalt omdat je overgediversifieerd bent. Om een goed inzicht in de totale portefeuille te krijgen, moet je vragen stellen en vervolgens alles op een rijtje zetten. Bijvoorbeeld of je gecompenseerd wordt voor het risico dat genomen wordt op valuta, stijl, landen of sectoren. Wat is het annulerings-effect? Wat zijn de verborgen risico’s in de portefeuille? Wat is de impact van de verschillende managers op de stijl? Is de mix van beheerders een goede nabootsing van de benchmark? En als dat het geval is, kan je dan niet beter de benchmark kopen tegen lage kosten?’

Winters: ‘Bij de samenstelling van portefeuilles proberen we een maximale mate van diversificatie te bereiken met zo min mogelijk fondsen. Om een voorbeeld te noemen: ons aandelenblok bestaat uit slechts vier fondsen, waarmee we exposure hebben naar meer dan 6.500 aandelen wereldwijd, verdeeld over large, mid en small cap en gespreid over zowel ontwikkelde als opkomende markten. Omdat we streven naar een maximale spreiding, vertonen onze portefeuilles een lagere volatiliteit dan het gemiddelde in Nederland.’

Lemans: ‘Wij hebben ook beleggingen die minder met elkaar zijn gecorreleerd en op totaal portefeuilleniveau bijdragen aan diversificatie. We bieden klanten steeds meer toegang tot private markten zoals private equity, private debt en direct vastgoed.’

Jonk: ‘Je kunt het zo gecompliceerd maken als je zelf wilt. Met de juiste systemen en kennis maak ik me geen zorgen om overdiversificatie.’

Lute: ‘Is dat niet de essentie waar het bij beleggen om gaat? Assets en asset classes vinden en die combineren met lage correlaties? Uit de beleggingstheorie weten we dat je maar een stuk of 35 aandelen nodig hebt om in principe goed gediversifieerd te zijn. Ik zoek het dus liever in pockets van verschillende assetrisico’s en beloningen dan in het aantal aandelen.’

Jonk: ‘Op de lange termijn gaat het allemaal om asset allocatie. Private markets-oplossingen zijn voor de lange termijn een hele goede toevoeging aan de liquide portefeuille. Naast de voordelen van correlatie en diversificatie is de liquiditeitspremie op de lange termijn zeer waardevol.’

Wanneer voegt actief meer waarde toe en wanneer passief? Wat is de (grootste) toegevoegde waarde van actief beheer?

Rozemuller: ‘Een van de meer zekere manieren om waarde toe te voegen, is door de kosten te verlagen. En in dat geval zal passief altijd de overhand hebben. In theorie zou het op zijn minst zo moeten zijn dat een actieve manager in staat moet zijn om waarde toe te voegen in een minder efficiënte markt die wordt gevolgd door niet zo veel analisten. Maar soms gebeurt dat niet. De theorie wordt niet altijd weerspiegeld in de praktijk.’

Jonk: ‘Als er een stockpickersmarkt is, dan biedt actief beheer meer kansen voor aandelen. Dit treedt meestal op in een laat-cyclische periode en wanneer de concentratie binnen de indices hoog is of in een periode van dalingen. Maar in de huidige markt, met veel stijlrotaties en dalingen, zien we dat actieve managers het nu helaas ook moeilijk hebben. Voor obligaties zijn de kansen voor actief beheer groter. Een combinatie van twee strategieën kan overigens bijdragen aan het risico-rendementsprofiel van de portefeuille. Onze voorkeur gaat uit naar passief, tenzij we van mening zijn dat actief ook echt waarde kan toevoegen.’

Kan actief beleggen zijn dominante positie herwinnen als het beleggingsproces een hoger niveau van operational excellence bereikt?

Van der Ent: ‘Ik denk dat er over een paar jaar sprake is van een stabielere evenwicht tussen actief en passief. In tegenstelling tot de rekenmachine van vroeger hebben we

‘Als je in thematisch beleggen geïnteresseerd bent, moet je echt in het thema geloven en bereid zijn de belegging minstens drie tot vijf jaar te geven om zich te bewijzen.’

nu de beschikking over IT-systemen en data, waardoor goed georganiseerde partijen kunnen streven naar operational excellence. Het moet dan in principe mogelijk zijn om consequenter waarde toe te voegen met actief beheer.’

Lute: ‘Voor veel beleggers, die in zekere zin een begrensde kennis hebben, zijn passieve portefeuilles prima. Voor geavanceerde beleggingsteams kan het een heel ander verhaal zijn. Als zij over een goed model beschikken, op de hoogte zijn van de relevante literatuur en weten hoe die moet worden toegepast, kunnen zij waarschijnlijk succesvol zijn in het selecteren van goede actieve managers en het samenstellen van portefeuilles op een actieve manier. Maar dat is misschien alleen weggelegd voor de happy few van de beleggingswereld.’

Van der Ent: ‘Het grote risico voor een actieve manager is dat markten zich in de loop van de tijd ontwikkelen en veranderen. Dat betekent dat actieve managers zichzelf opnieuw moeten kunnen uitvinden.’

Lemans: ‘De passieve beleggingsindustrie voert de druk op actieve managers alleen maar op. En dat is goed. Waarom zou ik een actieve manager 1,5% betalen als er op termijn geen duidelijke outperformance is? Aan de andere kant, je kunt een actieve manager niet afrekenen als een bepaalde strategie in zijn algemeenheid niet werkt. Zo heeft valuebeleggen de afgelopen tien jaar niet gewerkt. Daar kan operational excellence in het beleggingsproces weinig aan bijdragen.’

Lute: ‘Het is niet voldoende voor een belegger om te geloven dat je met actief beheer succesvol kunt zijn. Je moet ervan overtuigd zijn. En dan moet je wel een aantal regels hebben waar je in principe je strategie op stuurt. Anders werkt het niet en verspil je een hoop geld.’

Wat maakt een benchmark tot een goede benchmark en hoe kies je die uit een overstelpend aanbod?

Van der Ent: ‘Benchmarks moeten gebruikt worden voor evaluatie. En ze moeten representatief en belegbaar zijn. Sommige delen van de MSCI World zijn bijvoorbeeld niet investeerbaar.’

‘De SDFR is geen heilige graal, want het is veel te makkelijk om het systeem te manipuleren. Ik zou graag een meer doordachte en gedetailleerde regelgeving op dit gebied zien.’

Rozemuller: ‘Voor beleggers is het niet altijd duidelijk of het om de bruto of netto benchmark gaat. Met andere woorden: of de dividendbelasting wel of niet wordt meegenomen in het rendement. Ik neem aan dat het voor geavanceerde, institutionele beleggers wel duidelijk is, maar ik zie regelmatig dat in ieder geval ETF-emittenten zich vergelijken met netto indices in plaats van bruto. Dat is volgens mij een beetje vals spelen.’

Winters: ‘Voor ons is het daarnaast ook heel belangrijk dat een benchmark een lage turnover heeft, omdat er anders veel transactiekosten binnen de passieve beleggingsoplossing moeten worden gemaakt om de benchmark te volgen. Natuurlijk is een hoge mate van diversificatie ook van belang.’

Lemans: ‘De keuze voor een benchmark heeft alles te maken met de vraag of het een goede proxy voor je onderliggende beleggingen is. Waar wil je je eigen beleggingen mee kunnen vergelijken? Die vergelijking moet wel representatief zijn voor je portefeuille.’

Jonk: ‘Een goede benchmark is liquide, toegankelijk, gespreid en sluit aan op de wensen van de belegger. En de governance moet op orde zijn. Je wilt als belegger niet voor verrassingen komen te staan voor wat betreft de samenstelling van de index.’

Rozemuller: ‘Voor elke benchmark is het echt belangrijk dat de aanbieder zijn data op orde heeft, met het grote universum begint en in staat is om onderscheid te maken tussen de verschillende elementen. Soms is er een groot verschil tussen aanbieders van indices, vooral wat betreft de kwaliteit van hun gegevens.’

Dunbar: ‘Wij laten klanten beslissen welke benchmark ze willen hebben. Die moet wel representatief zijn voor het belegbare uni- ➤

‘Ik denk dat engagement op ETF-niveau mogelijk is, maar wel in overleg en samenwerking met veel andere beleggers.’

versum. Wij houden niet echt van groei-benchmarks en sector-benchmarks, omdat de achterliggende methodologie voor ons meestal niet erg overtuigend is. Overigens, soms kijken we naar een passief equivalent.’

Welke benchmark is representatief genoeg voor het fonds en de portefeuille?

Jonk: ‘Wij proberen het simpel te houden met zo min mogelijk benchmarks voor onze portefeuille. Als we een actieve manager aanstellen, kijken we hoe hij presteert ten opzichte van de benchmark van het fonds,

mits wij die vergelijking acceptabel vinden uiteraard. Een mogelijke afwijking ten opzichte van onze benchmark is een risico dat we bewust willen nemen. Ik heb veel portefeuilles gezien met wel zes, zeven, misschien wel acht benchmarks. Dat maakt het nodeloos ingewikkeld voor de klant.’

Lemans: ‘In brede zin werken wij met de MSCI Global Stock Market Index en de Global Bond Index. In onze klantrapportage staan verschillende benchmarks die inzicht in het rendement geven. Maar onze ervaring leert dat klanten daar minder mee bezig zijn.’

Winters: ‘Voor elk fonds dat we in portefeuille hebben, hebben we één benchmark. Op totaal portefeuilleniveau aggregeren we dat met het strategisch portefeuillengewicht. Op die manier kan een klant in onze online rapportageomgeving zien hoe zijn specifieke portefeuille presteert ten opzichte van de samengestelde benchmark.’

Lute: ‘Het is volgens mij algemeen erkend dat de meest prominente aanbieders van benchmarkdiensten degenen zijn die je moet kiezen. Want als je naar meer op maat gemaakte en gedetailleerde instrumenten gaat, is het moeilijker uit te leggen waarom je dat doet en hoe dat tegemoetkomt aan je beleggingsbeginselen. Dus, als beleggings-overtuigingen nauwer gedefinieerd zijn, is een op maat gemaakte benchmark zinvol. Zo niet, dan ga je voor de alom gerespecteerde benchmarks.’

Lemans: ‘Als je het hebt over aandelen is de MSCI All Country de algemeen erkende benchmark. Maar is dat eigenlijk wel een goede benchmark? Is het juist om 65% te beleggen in de Verenigde Staten als de Amerikaanse economie slechts 25% uitmaakt van de wereldeconomie? En waarom zit China maar voor 5% in de MSCI All Country Index?’

Lute: ‘Er is niets mis mee om te zeggen: vergeet het gewicht van het land in de gebruikte benchmark, laten we kijken naar een GDP-gewogen benchmark.’

Winters: ‘Wat ons betreft is een van de grootste risico’s bij beleggen het concentratierisico. Daarom hebben wij voor onze klanten voor een GDP-gewogen aandelenportefeuille gekozen. Ik heb begin mei de cijfers nog bekeken. Als je nu belegt in de MSCI World Index, heb je zelfs voor 68% exposure naar de Verenigde Staten. Wij stellen portefeuilles samen op basis van onze investment beliefs. Zelfs een passieve belegger, zoals wij, ontkomt er niet aan een aantal strategische actieve keuzes te maken en om die vervolgens rules-based uit te voeren. Onze GDP-benadering bij aandelen is daar een mooi voorbeeld van.’

Dunbar: ‘Het is gevaarlijk om een te subtiele benadering te hebben van veel verschillende benchmarks. Je geeft dan je manager een excuus om de verkeerde bedrijven te kiezen. Je kunt toch niet zeggen: ‘Sorry, onze prestatie was verschrikkelijk, maar we deden het beter dan de groei-index’. Op de korte termijn kan dat misschien zinvol zijn, maar op de lange termijn is dat niet zo. Het gevaar bestaat dat we een en ander ontleden in kleine stukjes die in feite de doelstelling op de lange termijn missen.’

Wordt de beleggingskennis van interne beleggingsteams door passief beleggen weggeleid van beleggingsfundamenten. En zo ja, brengt dit onvoorziene risico’s met zich mee?

Lute: ‘Passief beleggen houdt volgens mij in dat je als belegger op de langere termijn minder betrokken raakt bij de individuele bedrijven waaruit de benchmark is samengesteld. Dat schept op zichzelf een risico, want als je niet veel gevoel hebt voor wat een bedrijf eigenlijk doet, hoe kun je dan

zeggen dat de samenstelling van jouw portefeuille de beste is die je kunt bewerkstelligen? Er bestaat een intrigerend onderzoek van Bessembinder en anderen, waaruit blijkt dat slechts 1,5% van alle bedrijven in een benchmark voor het grootste deel van het rendement zorgde. Dat betekent dat 98,5% niet veel bijdroeg.’

Dunbar: ‘Wij sponsoren professor Bessembinder omdat we het fascinerend vinden wat hij doet. Per definitie is passief beleggen een vorm van proberen te profiteren van welke efficiëntie dan ook. Daar is niets mis mee en waarschijnlijk is het beter dan veel wat doorgaat voor actief beleggen. Het punt is wat je probeert te doen. Probeer je toekomstige mogelijkheden te identificeren om kapitaal op winstgevende manieren in te zetten? Of probeer je aan te haken bij de huidige economie, wat volgens mij nogal achterwaarts gericht is? Dan neem je deel aan enige groei van het bruto nationaal product, maar vind je dat genoeg?’

Lute: ‘Een beleggingsteam dat te veel gericht is op passief beleggen tegen lage kosten, kijkt waarschijnlijk te veel achterom in plaats van vooruit, waar zich nieuwe kansen voordoen en nieuwe bedrijven worden geboren. Ik zeg dit met een institutionele pet op en erken dat dit allemaal niet opgaat voor heel veel beleggers voor wie passief het beste is dat zij zich kunnen veroorloven.’

In de afgelopen twee jaar hebben we een groot aantal thematische ETFs op de markt zien komen. Hoe ziet de toekomst van deze ETFs eruit?

Rozemuller: ‘Er is niets nieuws aan thematisch beleggen, maar als het gaat om passief of indexbeleggen, is het relatief nieuw. Het stelt beleggers in staat om meer te diversifiëren en om exposure te krijgen naar een thema waar ze anders niet aan zouden worden blootgesteld. Als je in thematisch beleggen geïnteresseerd bent, moet je echt in het thema geloven en bereid zijn de belegging minstens drie tot vijf jaar te geven om zich te bewijzen. En je moet je ervan verzekeren dat het om bedrijven gaat die, laten we zeggen, 50% of meer van hun inkomsten uit het thema halen. Dat is nodig voor een echte diversificatie met een zuivere thematische benadering.’

‘De keuze voor een benchmark heeft alles te maken met de vraag of het een goede proxy voor je onderliggende beleggingen is. Waar wil je je eigen beleggingen mee kunnen vergelijken?’

Jonk: ‘Op de korte termijn kan thematisch beleggen absoluut interessant zijn. Maar veel thema’s bestaan over de echt lange termijn van 15 tot 20 jaar misschien niet meer. Thema’s die in 2020 explodeerden, kwamen in 2021 allemaal naar beneden.’

Dunbar: ‘Op een thema afgaan omdat iedereen het erover heeft, is niet noodzakelijkerwijs de beste manier om excellente bedrijven te vinden.’

Hoe integreer je ESG in een index? Eindbeleggers kunnen ESG-scores beoordelen, maar engagement is niet te meten in een index. Hoe pak je dit aan?

Winters: ‘Engagement is niet de plicht van een indexprovider, maar van de specifieke vermogensbeheerder. Die moet actief rapporteren aan de eindbelegger over de door hem aangegane engagements. Ik denk dat dit er te zijner tijd ook gaat komen met alle regelgeving met betrekking tot transparantie op het gebied van duurzaamheid.’

Van der Ent: ‘Ik denk dat engagement op ETF-niveau mogelijk is, maar wel in overleg en samenwerking met veel andere beleggers.’

Rozemuller: ‘De vraag is wat er gebeurt als je met een bedrijf een engagement bent aangegaan en na twee of drie jaar nog steeds niet tevreden bent over de ESG-score. Het is moeilijk zo’n bedrijf uit de ETF te gooien als het in de index staat. Dan moet je je afvragen wat belangrijker is: het tracking error-verschil of het ESG-perspectief. De beste manier om daarmee om te gaan, is, denk ik, op zijn minst een paar grote klanten benaderen om te weten >

te komen hoe zij daarover denken. Je moet je wel realiseren dat je nooit de perfecte beslissing kunt nemen. Daar moet je ook niet naar streven, want het is onmogelijk.’

Dunbar: ‘We moeten nadenken over ESG als een proces, niet als een meetoefening. Er is een reëel gevaar dat je zaken meet die bijvoorbeeld de klimaatverandering niet aanpakken en niet de dingen die er echt toe doen, zoals het vervangen van oude technologie. Ik kan een portefeuille samenstellen die een hele lage CO₂-footprint heeft, maar in feite niets doet om de klimaatverandering aan te pakken.’

Lute: ‘ESG-implementatie in benchmarks verkeert nog in een verkennend stadium. We zijn er nog niet en de vraag is hoe snel we er zullen zijn. Objectieve regels kunnen helpen om geëigende effecten te selecteren.’

Jonk: ‘Het valt op dat de interpretatie en implementatie van ESG tussen verschillende partijen erg uiteenloopt, dus hoe kunnen eindbeleggers deze ESG-scores dan eenvoudig beoordelen? Regels zijn gebaseerd op het verleden en ESG-implementatie moet juist toekomstgericht zijn.’

Wil een portefeuillemanager met ESG-ambities zich vergelijken met een benchmark met of zonder ESG erin?

Lute: ‘Ik zou zeggen met beide. Je wilt het effect meten van iets doen op ESG-gebied en dan heb je de oorspronkelijke benchmark als uitgangspunt. Daarnaast is een ESG-benchmark nuttig om je eigen vooruitgang op ESG-gebied te meten.’

Dunbar: ‘Ik ben het ermee eens dat je moet proberen het rendement van ESG te meten. Maar ik denk dat het moeilijk, bijna onmogelijk, is om een benchmark te creëren die op een zinvolle wijze een op ESG gebaseerde portefeuille weerspiegelt, omdat de meetgegevens niet beschikbaar zijn. Het is eerder kwalitatief dan kwantitatief. Wij gebruiken dus geen ESG-specifieke benchmarks.’

Is de SFDR, de regelgeving voor transparantie in duurzame beleggingsproducten, de ‘heilige graal’ waar de beleggingsindustrie

‘Wat ons betreft is een van de grootste risico’s bij beleggen het concentratierisico.’

op heeft gewacht, of heeft het zijn tekortkomingen?

Jonk: ‘Nee, de SFDR is nog niet de heilige graal, maar wordt dat misschien ooit. Op dit moment zijn de regels niet eenduidig. Vermogensbeheerders kunnen bijvoorbeeld de artikelen 6 en 8 naar believen ombuigen.’

Rozemuller: ‘Vanuit het perspectief van de emittent is het heel vervelend dat de regels niet erg duidelijk zijn en dat ze ruimte laten om te manoeuvreren. Eén kant van de markt wil zijn ESG-inspanningen echt opvoeren en zal manieren vinden om dat te doen. En je hebt de meer bewuste emittenten die niet betrappt willen worden op greenwashing en zelfs hun inspanningen kunnen downsell. Dat helpt beleggers natuurlijk niet om werkelijk te beslissen waar ze naartoe willen gaan, omdat ze bang zijn de verkeerde beslissing te zullen nemen als ze alleen naar de SFDR kijken. Dus moeten ze verder kijken en dat maakt het erg ingewikkeld. Het is goed dat we aan de SFDR-reis zijn begonnen, maar er moet nog veel gebeuren om dit adequaat te laten werken.’

Lute: ‘Voor beleggers kan het een nuttige opstap zijn, want het alternatief is niets doen. Na de eerste stap zijn meer stappen te verwachten.’

Dunbar: ‘De SFDR is geen heilige graal, want het is veel te makkelijk om het systeem te manipuleren. Ik zou graag een meer doordachte en gedetailleerde regelgeving op dit gebied zien, waarvan ik overigens denk dat die er mettertijd wel zal komen.’

Van der Ent: ‘De SFDR is geen heilige graal, want het geeft politici te veel invloed op wat duurzaam is in een beleggingsportefeuille. Duurzaamheid blijkt soms arbitrair. Positief is dat de SFDR wel een goede stap is richting meer transparantie ten aanzien van duurzaamheidsclaims.’ ■

IN HET KORT

Actief beleggen is niet op regels gebaseerd en passief beheer wel. Bij actief beheer komt een visie om de hoek kijken die de beheerder wil implementeren in de portefeuille.

Het onderscheid tussen actief en passief zal steeds minder duidelijk worden. Goed presterende actieve managers zijn structureel moeilijk te vinden.

Een goede benchmark is liquide, toegankelijk, gespreid en sluit aan op de wensen van de belegger. Soms is er een groot verschil tussen de aanbieders van indices, vooral wat betreft de kwaliteit van hun gegevens.

ESG-implementatie in benchmarks verkeert nog in een verkennend stadium.