

Het onderscheid tussen actief en passief beleggen vervaagt

Door Wim Groeneveld Fotografie Cor Salverius



Jarenlang woedde een heuse strijd tussen voorstanders van actief en passief beleggen. Inmiddels zijn de scherpe randjes van de meningsverschillen weggesleten. Wanneer moeten beleggers actief beleggen en wanneer passief? Acht experts gingen met elkaar in gesprek over hoe beide beleggingsvarianten elkaar kunnen aanvullen.

Echt passief beleggen komt in feite neer op het kopen van de totale markt. In 2020 waren er wereldwijd 7.602 ETFs. Deze worden steeds meer gebruikt als instrument door actieve beleggers en lijken niet langer passieve beleggingen te zijn. Bestaat de echte passieve belegger eigenlijk nog wel?

Hilde Veelaert: ‘De echte passieve belegger bestaat nog steeds. Als je naar de ETF-markt kijkt, zijn de vijf grootste ETFs nog altijd echte klassieke passieve instrumenten die de brede marktindices volgen. Maar ik denk dat ETFs als instrument altijd een beetje actiever zijn dan een passief fonds an sich, omdat ze vaak korter worden aangehouden. Doordat je een ETF koopt en verkoopt en er vaak sprake is van een kortere bewaarperiode, ben je een soort actieve beta-belegger. Als je doel is om sec de brede markt te volgen, dan ben je in mijn ogen een passieve belegger.’

Michel van Mazijk: ‘Passief beleggen, in de zin van het kopen van de volledige markt, is niet echt mogelijk. Voor mij is de definitie van passief beleggen daarom het marktrendement van een benchmark proberen te behalen. Dus als er een benchmark gekoppeld is aan een ETF of een passief indexfonds, dan zie ik dat als een passieve belegging. Het betekent echter niet dat je geen actieve beslissingen neemt als je passief belegt. Je kiest voor een benchmark om in een bepaald deel van de markt te beleggen.’

Marc Vijver: ‘Zoals ik het zie, moet een echt passieve belegger één actieve keuze maken en dat is wat zijn benchmark zal zijn. Dat kan heel goed één benchmark voor de hele

wereld zijn, of verschillende benchmarks voor verschillende delen. Na het selecteren van die bepaalde benchmark, wat een actieve keuze is, kunnen vervolgens verschillende instrumenten zoals ETFs of indexfondsen worden ingezet om het beoogde benchmarkrendement te behalen.’

Jill Rootsart: ‘De typische op de lange termijn gerichte buy and hold-beleggers in ETFs en passieve fondsen blijven bestaan. De semantische discussie of er met ETFs passief of actief belegd wordt, werpt nogal eens een rookgordijn op. Een ETF wordt gewoonlijk beschouwd als een passief beleggingsinstrument, maar wordt door beleggers ook steeds meer ingezet om hun beleggingsportefeuille actief mee samen te stellen. Daarnaast bestaan er tegenwoordig ook actieve strategieën met ETFs, de actieve transparante ETFs. Voor mij bestaan passieve beleggers die voor de lange termijn in een passief beleggingsproduct beleggen en daarmee een index volgen nog steeds. Het hangt er alleen van af of ze dat doen via actieve asset allocatie of dat ze slechts kiezen voor passieve bouwstenen. Uiteindelijk gaat het om de intentie van de belegger en is het onderscheid tussen actief en passief steeds waziger.’

Kenneth Lamont: ‘Als het op de fondsen zelf aankomt, is het nuttig om het aanbod als een continuüm te zien. Aan de ene kant heb je volledig passieve fondsen, die bijvoorbeeld een MSCI-aandelenindex tracken. Aan de andere kant heb je ook thematische fondsen waarbij een comité beslist wat aan de thematische criteria voldoet. Dat is een erg actieve benadering. Voor zover ik weet, hebben alle actieve fondsen reglementaire beperkingen. Of de echte passieve belegger bestaat, is daardoor eigenlijk een betwistbaar punt.’

Auke Plantinga: ‘Ik ben het er min of meer mee eens dat dé passieve belegger niet bestaat, omdat je in zekere zin altijd beslissingen neemt. Passief suggereert dat er geen beslissingen nodig zijn. En ik denk dat beleggers allemaal actief zijn op een of andere manier. Elke keuze voor een marktindex is toch steeds weer een actieve keuze.’

Effi Bialkowski: ‘Een echte passieve belegger zou passieve fondsen moeten gebruiken in combinatie met een passieve asset >

Voorzitter:

Han Dieperink, Auréus

Deelnemers:

Effi Bialkowski, Van Lanschot Kempen
Thomas Kieselstein, Quoniam Asset Management
Kenneth Lamont, Morningstar
Michel van Mazijk, T. Rowe Price
Auke Plantinga, Rijksuniversiteit Groningen
Jill Rootsart, J.P. Morgan Asset Management
Hilde Veelaert, ACTIAM
Marc Vijver, Investment professional & Pensioenfondsbestuurder



VOORZITTER

Han Dieperink

Han Dieperink is zelfstandig adviseur via zijn bedrijf HD Capital & Advisory. Daarnaast is hij Chief Commercial Officer bij Auréus, een van de grootste zelfstandige vermogensbeheerders van Nederland, en Senior Advisor bij BB Capital, een Nederlandse private equity-investeerder. Verder schrijft hij boeken, columns en een wekelijkse nieuwsbrief. Dieperink was tot 2019 Chief Investment Officer van Rabobank en had voor 2010 diezelfde rol bij Schretlen & Co, waar hij in 1995 startte. Daarvoor was hij Officier bij de Koninklijke Marine.



Effi
Bialkowski

Effi Bialkowski is Vice president Fiduciary Management bij Van Lanschot Kempen. Zij verhuisde op 25-jarige leeftijd van Duitsland naar Nederland en begon als trainee bij ABN AMRO. In 2000 is ze als Private Banker en Beleggingsadviseur voor Staalbankiers gaan werken, verantwoordelijk voor de fondselectie. Sinds eind december 2016 werkt Bialkowski als Vermogensbeheerder en Beleggingsfondsen-specialist bij Van Lanschot Kempen.



Thomas
Kieselstein

Thomas Kieselstein is medeoprichter en Chief Investment Officer van Quoniam Asset Management. Voordat hij bij Quoniam kwam, werkte Kieselstein voor DZ Bank en Dresdner Bank Investment Group. Hij houdt zich sinds 1994 bezig met de ontwikkeling van kwantitatieve beleggingsprocessen voor multi-factor aandelenstrategieën. Kieselstein behaalde zijn MSc. in Engineering aan de Universiteit van Karlsruhe.



Kenneth
Lamont

Kenneth Lamont is Senior Manager Research Analyst bij Morningstar. Voordat hij bij Morningstar begon in september 2013, was Lamont onder andere Research Analyst Merger Market, en Associate bij Markit. Lamont heeft een Bachelor-diploma in Bedrijfseconomie en Marketing van de Universiteit van Dundee en een Master-diploma in Investerings, Bankwezen en Financiën van de Universiteit van Glasgow.



Michel
van Mazijk

Michel van Mazijk is Country Manager Netherlands en Relatiebeheerder Institutionele Relaties bij T. Rowe Price Nederland. Voordat hij in september 2017 bij het bedrijf kwam, was hij sinds 2012 Hoofd Nederland en Scandinavië bij Pioneer Investments. Daarvoor werkte hij bij Vanguard Investments Europe en bij ING Investment Management. Van Mazijk behaalde een Bachelor in Economie en Marketing en een Master in International Business.



Auke
Plantinga

Auke Plantinga is Universitair Hoofddo-cent Finance aan de Rijksuniversiteit Groningen. Zijn huidige onderzoek richt zich op huishoudfinanciën en maatschappelijk verantwoord beleggen. Daarnaast is hij lid van de Raad van Commissarissen van Trustus Capital Management en penningmeester van het Universiteitsfonds Groningen. Eerder werkte hij onder meer bij Heap Consulting, de Vrije Universiteit Amsterdam, Fortis Investments, en de Nederlandse Vereniging van Banken.



Jill
Rootsart

Jill Rootsart startte in 2019 als Head of ETF Distribution Benelux bij J.P. Morgan Asset Management. Eerder was ze werkzaam bij BlackRock, waar ze verantwoordelijk was voor het aandragen van iShares EMEA ETF's & Index Investment-oplossingen aan vermogensbeheerders, institutionele klanten en tussenpersonen. Rootsart begon haar carrière als valutahandelaar bij Fortis Bank en heeft ervaring als portefeuillemanager opgedaan bij Henderson Global Investors.



Hilde
Veelaert

Hilde Veelaert is Chief Investment Officer bij Actiam sinds april 2021, een rol die zij al sinds februari 2020 ad interim vervulde. Zij begon in juni 2003 bij ACTIAM als Portefeuillemanager voor Europese aandelen en werd in 2011 Hoofd van het Aandelenteam. Eerder werkte ze bij AXA Bank in België en AXA IM in Den Haag en Parijs. Veelaert behaalde een Master of Science in Technische Bedrijfskunde aan de KU Leuven en is Financieel Analist (ABAF/ EFFAS).



Marc
Vijver

Marc Vijver is sinds 1989 actief als Investment Professional. Hij is lid van diverse beleggingscommissies en adviseert institutionele beleggers en vermogende families over de strategie en het beleggingsproces. Verder is Vijver Vicevoorzitter en Hoofd van de Balans- en Vermogensbeheercommissie bij het Bedrijfstakfonds voor de Handel in Bouwmaterialen (HiBiN). Hij doceert ook vermogensbeheer aan de Swalef Pensioenacademie.

‘Dé passieve belegger bestaat niet, omdat je in zekere zin altijd beslissingen neemt. Passief suggereert dat er geen beslissingen nodig zijn.’

allocatie. Maar eigenlijk is dat vaak niet het geval. Ik denk dat de meeste beleggers passieve fondsen gebruiken in combinatie met actieve fondsen en in combinatie met actieve asset allocatie. Dat doen wij ook. Maar dat is voor mij niet echt passief beleggen.'

Thematische ETFs hadden vorig jaar een stijl oplopend rendement en trokken recordbedragen aan instroom aan. Wat vinden jullie het meest opvallend aan deze fondsen?

Thomas Kieselstein: 'Beide soorten fondsen zijn duidelijke vormen van actief beleggen. Ze zijn helemaal niet passief. Ze zijn zelfs zeer actief. Thematische fondsen zitten voor mij meer in de lijn van traditionele sectorfondsen of landenfondsen. In zoverre is er niets nieuws onder de zon. Bij thematische fondsen draait het echter om het hebben van een goed verhaal. Storytelling is de sleutel, bijvoorbeeld op het gebied van duurzaamheid en online business. De implementatie is niet zo relevant, zolang je het juiste thema maar hebt uitgekozen. Bij smart beta geldt het tegenovergestelde. Je hebt toch meer te maken met algoritmische concepten en processen. Value is een typisch smart beta-thema. De markt is efficiënt genoeg, zodat zeer eenvoudige definities van Value niet zullen leiden tot outperformance op de lange termijn. Dus dan wordt de implementatie van Value inderdaad zeer relevant.'

Van Mazijk: 'Met thematische ETFs is het natuurlijk wel de vraag hoe je het succes meet. Is dat aan de hand van het absolute rendement dat je genereert? Want dat kan erg fluctueren. Een thema kan heel erg in de belangstelling staan, maar kan ook plots veranderen. En moet je een vergelijking trekken met een benchmark? Dat is toch wel een belangrijke vraag.'

Lamont: 'Ik heb zo'n 50.000 open en gesloten fondsen wereldwijd, zowel actieve als passieve fondsen, onder de loep genomen. Op basis daarvan heb ik een indeling gemaakt en heb ik een dataset samengesteld. Wat blijkt, is dat thematische ETFs niet in de traditionele categorieën inpasbaar zijn en dat het moeilijk is om ze te benchmarken. Het groeipotentieel ligt immers in de toekomst. Maar het is wel mogelijk om een vergelijkingsgroep samen te stellen van

bijvoorbeeld op robotica gerichte ETFs, want de daarvoor benodigde datasets hebben we in huis. The sky is the limit.'

Rootsaert: 'Thematische ETFs hebben allemaal één gemeenschappelijk doel en dat is het overstijgen van die traditionele manier van kijken naar bepaalde sectoren of bepaalde landen. Om dat over te brengen, wordt een duurzaam thema als carbon transition, een demografische trend of een andere kijk op de toekomst gelanceerd. Beleggers krijgen er feeling mee door storytelling. Dat is waarschijnlijk een van de redenen waarom ze zo vaak worden gebruikt als satellietbelegging in een portefeuille. Maar tegenwoordig worden er ook thematische ETFs als core-belegging gebruikt, voornamelijk als je kijkt naar duurzaam thematisch beleggen.'

Bialkowski: 'Thematische ETFs winnen bij ons aan populariteit, vooral in de adviesportefeuilles. Storytelling is daarbij inderdaad belangrijk. Als dat dan gepaard gaat met rendementen zoals afgelopen jaar, dan zorgt dat voor een opvallende instroom. Thematische ETFs kennen vaak een minder goede spreiding. Het is daarom belangrijk dat beleggers zich bewust zijn van dat extra risico.'

Er is een natuurlijke evolutie in de ETF-markt naar actieve ETFs, maar big data en machine learning worden ook steeds belangrijker. Wat voor rol zien jullie in de toekomst weggelegd voor de mens bij het screenen van bedrijven en het nemen van selectiebeslissingen?

Rootsaert: 'Mensen hebben nogal eens de neiging te denken dat een robot een ETF aan het beheren is. Hoe je het ook wendt of keert, je zult altijd een menselijke portefe- >

'Met thematische ETFs is het de vraag hoe je het succes meet. Is dat aan de hand van het absolute rendement dat je genereert? Want dat kan erg fluctueren.'

feuillebeheerder hebben die een ETF beheert. Als je naar actieve ETFs kijkt zoals wij die ook in ons assortiment hebben, dan gebruiken we heel veel van beide werelden. De menselijke kennis is erg belangrijk. Onze fundamentele beleggingsanalisten delen hun input met de teams van onze actieve beleggingsfondsen, maar hun visies komen ook bij onze actieve ETFs terecht. Tegelijkertijd is er het belang van data. Gegevens worden geoptimaliseerd om ervoor te zorgen dat de tracking error blijft kloppen.’

Van Mazijk: ‘Wij bieden ook een aantal actieve ETFs aan in de Verenigde Staten, maar deze zijn in principe gebaseerd op beleggingsstrategieën gericht op de lange termijn, waarvoor we ook andere beleggingsinstrumenten beschikbaar hebben. Voor ons is een actieve ETF een andere manier om onze klanten exposure te bieden naar een bepaalde beleggingsstrategie, naast hun beleggingen in reguliere beleggingsfondsen. Een actieve ETF is namelijk toch meer liquide. Je kunt intraday handelen. Het is een veel flexibeler instrument. Het selecteren van afzonderlijke onderliggende aandelen of obligaties blijft in handen van een portfoliomanager. De beslissingen die moeten worden genomen, zijn immers fundamenteel van aard. Die situatie zal niet veranderen.’

Kieselstein: ‘Zelfs traditionele, fundamentele stockpickers maken steeds meer gebruik van machines, algoritmes en data. Het wordt een onderdeel van bijna elk beleggingsproces. Dat betekent niet dat een ultieme, laatste controle en goedkeuring door een portefeuillemanager irrelevant wordt. Die stap wordt gezet en dat zal nog wel even zo blijven. Maar voorselecties en voorstellen worden steeds vaker door machines en algoritmen gemaakt. Technologie en data drukken zo duidelijk hun stempel.’

‘Zelfs traditionele, fundamentele stockpickers maken steeds meer gebruik van machines, algoritmes en data.’

Ondermijnt passief beleggen de functie van de kapitaalmarkt als een doeltreffend middel om rendabele (en duurzame) investeringsmogelijkheden voor de toekomst te identificeren?

Plantinga: ‘Dat is in zekere zin wel waar. Ik merk dat wat we in de beleggingsindustrie nu vooral veel kijken naar de benchmark. Maar als je kijkt naar wat de maatschappij nodig heeft, dan is dat kapitaal voor innovaties en vernieuwing. Ik zou meer performancemaatstaven willen toevoegen die hierbij aansluiten: wat is bijvoorbeeld de CO₂-uitstoot van een portefeuille? Op een bepaalde manier is er een conflict met wat aandeelhouders willen. Die hebben het liefst monopolies waarmee ze zoveel mogelijk geld kunnen verdienen. Maar ik ben er niet zeker van dat de maatschappij dat wil. Ik wil gewoon een goedkope telefoondienst hebben en ik wil een goede auto hebben die niet te duur is et cetera. Dat is een deel van het verhaal - als we het over storytelling hebben - waar mensen naar op zoek zijn. Dat is ook waarom die thematische fondsen zo goed werken. Mensen willen verhalen horen.’

Kieselstein: ‘Het verhaalelement wordt steeds belangrijker. Mijn zorg is dat dit ook gevaren met zich meebrengt voor de samenleving. Neem bijvoorbeeld de populariteit van grote technologiebedrijven. Als iedereen zegt dat zo'n bedrijf een grote winnaar is, gelooft iedereen dat het een grote winnaar is. En waar leidt dat toe? Het bedrijf wordt groter en groter. Dus als er een concurrent komt, wordt die gewoon opgekocht. Het eindresultaat is dat we een aantal zeer machtige monopolies krijgen. Dat is een problematische ontwikkeling voor samenlevingen.’

Vijver: Als je naar de geschiedenis kijkt, worden bedrijven op een gegeven moment opgesplitst omdat de publieke opinie aanneemt dat ze te groot zijn geworden. Maar het zullen niet de aandeelhouders zijn die zeggen dat een bedrijf in parten moet worden verdeeld. Toch zal dat op een gegeven moment gebeuren. We hebben het gezien bij de grote oliemaatschappijen, de telecomsector en warenhuizen. Het zal niet de wens van de aandeelhouders zijn, omdat een monopolie juist aantrekkelijk voor ze is en daar willen ze instappen.’

Plantinga: ‘Passief beleggen maakt het onmogelijk om visies te ventileren. Als passieve belegger ben je niet zo’n fan van concurrentie. Dan heb je inderdaad liever twee aandelen in de index die hun eigen monopolie creëren.’

Veelaert: ‘Passieve beleggingen zijn inderdaad een prijsvolger en dragen in die zin niet bij aan de efficiënte werking van de kapitaalmarkten. De instroom in passieve beleggingen zorgt ervoor dat het geld steeds vloeit naar dezelfde grote bedrijven waarvan de marktkapitalisatie steeds verder stijgt. Maar volgens mij is er binnen efficiënt werkende kapitaalmarkten plaats voor zowel passieve als actieve strategieën. Belangrijk is dat de verhouding tussen beide gezond blijft, zodat de handel door actieve fondsen voldoende groot blijft om een efficiënte prijsvorming te waarborgen.’

De algemene perceptie is dat actief beheer wat betreft efficiënte markten, zoals de Amerikaanse aandelenmarkten, geen meerwaarde biedt ten opzichte van passief beheer. Zijn jullie het daarmee eens?

Van Mazijk: ‘Er is nu inderdaad sprake van een periode dat actieve beheerders in de Verenigde Staten een onderperformance tonen ten opzichte van hun benchmark. Wij hebben een studie gedaan en daar komt uit naar voren dat er sinds 1990 in feite vier cycli kunnen worden onderscheiden, waarbij in twee daarvan actief beheer wel degelijk beter presteerde. De eerste periode liep van 1990 tot en met 1994. Dat was een tijd waarin actieve managers in de VS beter presteerden. Van 2000 tot 2009, in feite tot aan de financiële crisis, was dat ook het geval, gevolgd door wat nu de langste periode van slecht presteren door actieve beheerders is. Het lijkt een cyclisch fenomeen te zijn. Er zijn enkele bekende factoren die gunstig zijn voor actief beheer, zoals een lage correlatie op de markten, hoge dispersie van aandelenrendementen en de breedte van de markt. Je kunt niet zeggen dat actieve managers op de lange termijn onderpresteren.’

Veelaert: ‘De laatste jaren is er sprake van een grote concentratie op de Amerikaanse markt waarbij de vijf grootste bedrijven 20% van de S&P 500 uitmaakten, terwijl deze bedrijven het buiten de index om ook beter

‘Belangrijk is dat de verhouding tussen passieve en actieve strategieën gezond blijft om een efficiënte prijsvorming te waarborgen.’

deden dan de rest van de markt. Het was een zeer moeilijke periode voor actieve managers om hun potentie te laten zien. Maar ik denk dat waarde aandelen en cyclische aandelen het beter zullen gaan doen met het verwachte economische herstel na de COVID-19-crisis. Je ziet de dispersie weer toenemen in de markt. Dat biedt kansen voor actieve managers. Daarnaast loopt de Amerikaanse markt achter op het gebied van duurzaamheid. Ik geloof dat het duurzaamheidsthema een langetermijnskans is voor actieve beleggers in de VS.’

Vijver: ‘Het onderpresteren is niet vreemd, want ze maken veel meer kosten.’

Bialkowski: ‘We combineren in onze modelportefeuilles actieve en passieve fondsen voor deze markten. Passieve fondsen worden steeds geliefder vanwege de lage kosten, maar er zijn natuurlijk nog steeds periodes waar onze actieve invullingen voor de Amerikaanse aandelenmarkten beter presteren. Ook de storytelling bij de actieve fondsen heeft een meerwaarde voor sommige klantgroepen. De waarheid ligt dan toch een beetje in het midden.’

Lamont: ‘Wij publiceren regelmatig de Active Passive Barometer die een overzicht geeft van de kansen om een fonds te selecteren dat een passieve samenstelling over verschillende tijdsbestekken overtreft. De kans om een beheerder te kiezen die beter presteert dan de Amerikaanse Large-Cap Blend Equity-markt over de afgelopen tien jaar was slechts 6%. In andere markten bleken actieve managers succesvoller. Zo’n 70% van de actieve beheerders die zich op Britse midcaps richtten, presteerden over de afgelopen tien jaar bijvoorbeeld beter dan passieve beheerders.’ >

De Chinese aandelen- en obligatiemarkten vormen na de Verenigde Staten de grootste markten ter wereld. Tegelijkertijd bedraagt de weging van Chinese aandelen en obligaties slechts 5% in de wereldwijde indices. Waarom is dat zo en moet dat veranderen? Wat zijn de hordes die moeten worden genomen?

Vijver: ‘Dat zal in de loop der tijd zeker veranderen. De free float van kapitaal in en uit het land is hier de sleutel. Indexaanbieders houden dat in de gaten. Naarmate de vrijheid van kapitaalverkeer toeneemt, zullen zij het aandeel van de Chinese markten vanzelf vergroten.’

Veelaert: ‘Passief beleggen in China is nog steeds een uitdaging omdat er veel kleine bedrijven in de indices zijn opgenomen en het behoorlijk duur is om die indices op een passieve manier te volgen. Het is waarschijnlijk beter om actief te beleggen in China.’

Vijver: ‘Een groot deel van de bedrijven wordt gecontroleerd of beïnvloed door de overheid en kunnen daardoor voor aandeelhouders ongunstige zakelijke beslissingen nemen. Dat is dus een andere mogelijke verklaring voor de onderperformance van de brede markt ten opzichte van actieve fondsen in China.’

Is passief beleggen op de Chinese aandelenmarkt (en dan met name in Chinese A-aandelen) wel een goed idee?

Rootsaert: ‘In China is er sprake van een liquide maar inefficiënte markt. Om er op passief niveau te beleggen, zijn er verschil-

lende componenten om rekening mee te houden. Een daarvan is de gemiddelde dagelijkse omzet van de beurzen. Die omzet is nog niet op het niveau van de VS aanbehold, maar is voor Aziatische begrippen wel erg hoog. Dit wijst erop dat de markt diep genoeg is ontwikkeld voor verdere groeiperspectieven. Als China bereid is om meer buitenlandse investeerders de Chinese markt te laten betreden, zal dit meer kansen scheppen voor beleggers, zowel passief als actief.’

Van Mazijk: ‘De omzet op de lokale Chinese A-shares markt wordt met name gedreven door retailbeleggers die hun aandelen gemiddeld slechts een paar weken aanhouden. Er is mede daardoor tijdelijk sprake van grote over- en onderwaarderingen, waar goede actieve vermogensbeheerders met kennis van zaken en een lange beleggingshorizon van kunnen profiteren. Maar beleggers moeten zich niet blindstaren op enkel A-aandelen, want Chinese beleggers kunnen nu ook Hongkong-aandelen kopen wat naar verwachting extra vraag zal genereren.’

Bialkowski: ‘De outperformance van actieve fondsen in de Chinese A-shares markt is echt indrukwekkend. Ik heb dit bij andere asset classes nog niet gezien. De China A-shares markt is relatief inefficiënt, met name door het hoge percentage aan retailbeleggers en het gebrek aan transparante informatie. Dat levert extra alpha-potentieel. Wij hebben dan ook een voorkeur voor actief beleggen in deze markt. Desondanks zijn er uiteraard ook voldoende passieve oplossingen die prima geschikt zijn om bijvoorbeeld in portefeuilles met passieve producten op te nemen.’

Plantinga: ‘China is een moeilijke markt. Als ik kijk naar een lijst met Chinese bedrijven, dan is het opmerkelijk hoe weinig ik van ze weet. Dat geldt voor veel beleggers. Kun je iemand serieus voorstellen om veel geld te steken in een markt waarvan hij of zij nauwelijks in staat is om meer dan vijf bedrijven op te noemen? Ik denk dat je eerst wat vertrouwen in een markt moet hebben voordat je erin gaat beleggen.’

Veelaert: ‘De Chinese aandelenmarkt loont zich voor actief beheer. Door het hoge aantal particuliere beleggers zijn de marktinefficiënties en de dispersie hoog. Als je in China wilt beleggen, dan helpt het om een Chinese portfoliomanager te kunnen inzetten. Lokale ervaring en makkelijke toegang tot informatie helpt, zeker in de Chinese markt, bij de beoordeling van de kwaliteit van een bedrijf. Ook bij de beoordeling van marktomstandigheden die het kortetermijnsentiment en de daarmee gepaard gaande volatiliteit drijven, helpt lokale expertise.’

Rootsaert: ‘Op het gebied van duurzaamheid helpt het waarschijnlijk ook om plaat-

‘Als China bereid is om meer buitenlandse investeerders de Chinese markt te laten betreden, zal dit meer kansen scheppen voor beleggers, zowel passief als actief.’

selijk onderzoek te kunnen doen of om een Chinese portfoliomanager te hebben die daartoe contact kan leggen. Ik denk dat daar waarschijnlijk ook de toegevoegde waarde voor een duurzaamheidsaanpak vandaan zal komen en dat zal ook steeds meer nodig zijn.'

Hoe beoordelen jullie de huidige stand van zaken op het gebied van passief beleggen in fixed income?

Veelaert: 'Ik denk dat het altijd een beetje anders zal zijn dan passief beleggen in aandelen, omdat je bij vastrentende waarden vaak verschillende uitgaven per emitent hebt. Er wordt weliswaar een index gevolgd, maar je zult waarschijnlijk niet elke emissie kopen. Daarnaast zijn er ook liquiditeitsproblemen. Niet elke obligatie wordt elke dag verhandeld, waardoor je rekening moet houden met een systematische factorimplementatie en het volgen van een index zonder elke obligatie in portefeuille te hebben.'

Vijver: 'Beperkte free float is uiteraard een probleem voor zowel actieve als passieve fondsen, maar soms lijkt het erop dat ETFs meer liquide zijn dan de onderliggende markt.'

Rootsaert: 'Bij op aandelen gerichte ETFs is het heel gebruikelijk dat er aan volledige replicatie wordt gedaan en dus alle onderliggende bestanddelen worden gekocht. Vastrentende ETFs, zowel passief als actief, gebruiken iets wat gestratificeerde sampling heet, waarbij je de transactiekosten optimaliseert op basis van onder andere liquiditeit. Dat is dus een essentiële factor om rekening mee te houden. Een ander belangrijk aspect is de handel op en de liquiditeit van de secundaire markt. Van alle obligatie-ETFs wordt nog steeds 80% via de secundaire markt verhandeld, en niet via de beurs. Een positie in een ETF wordt daarbij verhandeld zonder dat noodzakelijkerwijs de onderliggende effecten verhandeld moeten worden.'

Kieselstein: 'Laten we zeggen dat er een goed en een slecht element aan zit. Ik ben het ermee eens dat een ETF voor liquiditeit kan zorgen waar je anders geen liquiditeit zou hebben. Maar de minder prettige kant is dat de liquiditeit gepaard gaat met een erg onaantrekkelijke prijs.'

Lamont: 'Wat betreft passief beleggen in fixed income moet ik zeggen dat green bonds fantastische mogelijkheden bieden. Deze markt ontwikkelt zich snel. En dan is er nog een ander noemenswaardig aspect op het gebied van de markt voor staatsobligaties. Je ziet een hoge correlatie tussen de ontwikkelingsindex van een land en zijn weging in de duurzaamheidsindices, want hoe rijker het land, hoe meer het misschien sommige van deze duurzaamheidskwesties kan aanpakken. Je krijgt systemische kantelingen binnen je portefeuille tenzij je daarvoor corrigeert.'

Is er een verschil tussen actief en passief beleggen wat betreft de maatschappelijke impact die kan worden gerealiseerd? Waarvoor kan beter worden gekozen?

Veelaert: 'Bij de discussie over actief versus passief beleggen wordt erg gefocust op het financieel rendement, maar je hebt natuurlijk ook het hele ESG-spectrum.

Door actieve keuzes op ESG-gronden kun je natuurlijk fondsen of beleggingen kiezen die outperformen qua ESG-kenmerken. Daardoor kun je impact realiseren. Dat pleit ervoor om actieve keuzes te maken op ESG-vlak. Die keuzes kun je zowel met actieve als met passieve beleggingsvormen implementeren. Is het doel het volgen van de markt of het echt afwijken van de markt? Het is duidelijk dat bedrijven die zich aan ESG-doelstellingen houden en die ook realiseren, op de lange termijn beter af zijn qua rendement. Bedrijven die het ethisch niet zo nauw nemen of controversieel bezig zijn, lopen het risico boetes te krijgen of een stranded asset te worden.'

Bialkowski: 'Met actief beleggen is het veel gemakkelijker om impact te realiseren, omdat je sneller kunt beslissen om de beleggingen daadwerkelijk van de hand te doen indien dat gewenst is. Aan de andere kant bewijzen passieve producten gericht op duurzaamheid ook hun nut, omdat ze zeker niet zullen investeren in controversiële activiteiten. En dat kan ook een meetbaar effect hebben als die producten in aantal en omvang groeien.' >

'Je ziet een hoge correlatie tussen de ontwikkelingsindex van een land en zijn weging in de duurzaamheidsindices.'

Veelaert: ‘Aan de actieve kant kun je met een geconcentreerde portefeuille beleggingsoplossingen toevoegen die goed zijn om impact te creëren. Aan de passieve kant kun je de weg kiezen van het uitsluiten van bedrijven met ethische problemen of met een verhoogd ESG-risico. Daarnaast moet je de impact van stemmen en engagement niet onderschatten. Dat kun je ook doen met passieve strategieën, omdat je daarmee vaak veel bedrijven in portefeuille hebt.’

Rootsaert: ‘Voor beide vormen is wat te zeggen. Maar uiteindelijk komt het neer op de keuze van de cliënten. Hoe kijken zij tegen duurzaamheid aan? Hoe willen zij dat er vorm wordt gegeven aan duurzaamheid qua asset allocatie in hun beleggingsportefeuille? Hoeveel mag de tracking error bedragen en hoever willen ze daarin gaan, wetende dat een SRI-index een grotere tracking error zal hebben dan een ESG-index? En kan een bedrijf aantonen welke inspanningen het heeft geleverd op het gebied van betrokkenheid en op het gebied van rentmeesterschap? Kijk naar de casestudies en doorgrond of mensen de daad bij het woord voegen. Dat is uiteindelijk wat de toekomst die voor ons ligt, zal veranderen.’

Zijn de huidige benchmarks voor duurzaam beleggen wel toereikend?

Kieselstein: ‘Ik kan niet zoveel met de term SRI-index. Er zijn daarvan zoveel verschillende soorten. Een van de bekendste we-

reldwijde SRI-indices bevat Microsoft met een gewicht van 12,6% en Tesla met 3,7%. Waarom gebeurt dit in een duurzaamheidsindex? Ik begrijp het niet. Het is belangrijk om voorzichtig te zijn met het promoten van al deze producten zonder echt te begrijpen waar ze uiteindelijk voor staan.’

Lamont: ‘Nou, daar kan ik wel op antwoorden. Ik beoordeel dat specifieke product niet, maar ik beoordeel wel zeer gelijkwaardige producten. Wat we doen is letterlijk het verzamelen op bedrijfsniveau van ESG-scores, controversiële scores, carbon footprint scores en dan worden ze als het ware opgerold. Vervolgens neem je met die strategie de top-25 op van elke categorie, zodat je de voordelen hebt van een brede benchmark. Ik weet dat er verschillende benaderingen van ESG zijn en ik vind dat geweldig. Mensen hebben verschillende producten en ze hebben verschillende ideeën. Het is een manier om je beleggings-overtuigingen, je ethische overtuigingen en je duurzame overtuigingen uit te drukken. Het is geen probleem dat er verschillende benaderingen van duurzaamheid zijn.’

Kieselstein: ‘Ik heb het niet zozeer over de verschillende benaderingen van duurzaamheid. Ik heb het over de ondoorzichtigheid en de uitkomsten van sommige algoritmen die worden gebruikt. Sommige indexaanbieders komen met hele vreemde constructieregels die tot hele vreemde uitkomsten leiden.’

Van Mazijk: ‘Algoritmes zijn gebaseerd op gegevens. Vaak komt het neer op achteruitkijken. En wat we merken, is dat de gegevens van de ratingbureaus niet altijd accuraat zijn. Daardoor loop je kans een bedrijf uit te sluiten of een aandeel te verkopen op basis van gegevens die niet accuraat zijn. Met actief beheer kunnen meer toekomstgerichte besluiten worden genomen. Je kunt een positieve selectie maken. Het is gemakkelijk om bedrijven uit te sluiten, waarvan je denkt dat ze niet de juiste dingen doen. Maar daarmee breng je geen verandering tweeweg. Als actieve belegger kun je het gesprek aangaan met het management. Natuurlijk moet je dan de ultieme sanctie nemen, het verkopen van een aandeel, als ze de veranderingen niet doorvoeren. En dat is iets wat een actieve manager kan doen.’ ■

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met ACTIAM, J.P. Morgan Asset Management, T. Rowe Price en Quoniam Asset Management.

IN HET KORT

Of de echte passieve belegger (nog) bestaat, valt te betwisten.

Veel hangt af van hoe er wordt belegd: via actieve asset allocatie of valt de keuze op passieve bouwstenen?

ETFs worden beschouwd als passieve beleggingsinstrumenten, maar ze worden ook steeds meer ingezet door beleggers om hun beleggingsportefeuille actief samen te stellen.

Thematische ETFs komen steeds meer in zwang. Storytelling is daarbij belangrijk.

Een voordeel van actief beleggen is dat het veel gemakkelijker is om impact te realiseren, omdat je sneller kunt beslissen om beleggingen daadwerkelijk van de hand te doen indien dat gewenst is.

‘Met actief beleggen is het veel gemakkelijker om impact te realiseren, omdat je sneller kunt beslissen om de beleggingen daadwerkelijk van de hand te doen indien dat gewenst is.’