

Het onderscheid tussen passief en actief vervaagt

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius



Het onderscheid tussen actief en passief beleggen lijkt vager te worden, zeker naarmate er meer data beschikbaar komt en we geavanceerder worden in het volgen van beleggingsontwikkelingen. Misschien is er eigenlijk geen duidelijke grens tussen actief en passief, maar is er sprake van een continuüm.

Zijn de prestaties van actieve managers cyclisch en afhankelijk van bepaalde marktomstandigheden, of is dat achterhaald? Kun je actief versus passief timen?

Mark Voermans: 'Actief beheer is moeilijker naarmate de markt geconcentreerder is, zoals in het meest recente decennium. Als er veel diversificatiemogelijkheden zijn, is het voor actieve beheerders makkelijker om geld te verdienen. Timing van actief versus passief is behoorlijk moeilijk en hangt van nog veel meer factoren af.'

Kenneth Lamont: 'De prestaties zijn cyclisch als je kijkt naar de kortetermijnbeleggingshorizon, maar veel en veel minder als je kijkt naar de horizon op de lange termijn. De kans om een actieve manager te selecteren die overeind blijft en het langer dan een jaar beter zou doen dan de markt, was op sommige momenten meer dan 50%, maar de cycliciteit en het succespercentage van actieve managers nemen beide af naarmate we de beleggingsperiode verlengen. Ik zou willen stellen dat dit betekent dat de meeste markten over langere beleggingsperioden als zeer efficiënt kunnen worden beschouwd.'

Anna de Jong: 'Allereerst is het belangrijk om een actieve dan wel passieve aanpak te definiëren, zeker wanneer men meeneemt dat een benchmarksamenstelling op jaarbasis behoorlijk kan veranderen. Actief beheer is volgens mij proberen de benchmark te verslaan en de kosten terug te krijgen. Dat laatste is belangrijk, want het repliceren van een index kan kostbaar zijn.'

Guillaume Rabault: 'De definitie van wat passief en niet passief is, is belangrijk voor het beantwoorden van de vraag. Ik kan een index ontwerpen die actief is ten opzichte van de passieve cap-weighted benchmark. Je zou deze index passief kunnen noemen, maar je kunt ook zeggen dat het een actieve is, omdat het een weddenschap tegen de markt zelf – wat de cap-weighted index is – inhoudt.'

David Furey: 'Vastrentende markten zijn naar mijn mening minder efficiënt dan aandelenmarkten vanwege de gefragmenteerde, over-the-counter manier waarop er wordt gehandeld, hoewel elektronische handel dit nu significant verbetert. Desalniettemin vereisen vastrentende markten, gezien een aantal van hun structurele uitdagingen, pragmatisch indexbeheer. Indices zijn theoretisch geconstrueerd, ze zijn niet perfect en er zijn manieren en technieken die geavanceerde indexmanagers kunnen toepassen, zelfs binnen een zeer strikt risicokader, om beter te presteren dan de benchmark, of het nu gaat om de primaire markt, index events enzovoort. Dus vanuit mijn perspectief is passief niet gericht op replicatie, maar op het zo efficiënt mogelijk leveren van benchmarkprestaties.'

Frederik Kooij: 'Het gaat niet zozeer om het timen van de markt, maar om de tijd in de markt. Het grootste probleem met het timen van de markt is dat de grootste procentuele koersstijgingen volgen op grote dalingen. Dan moet je dus wel alweer in de markt zitten. En dat lukt niet veel partijen over een langere periode.'

Volker Flögel: 'De mate van marktconcentratie heeft zeker invloed op het succes van actief beheer. Als je bijvoorbeeld overtuigd bent van een interessant midcap-aandeel, zou je een onderwogen positie moeten innemen in mega caps om kapitaal over te houden voor dergelijke midcap-beleggingen. Uiteraard kan de sterke performance van deze geconcentreerde benchmarks de performance van actieve managers schaden. Dit effect zal doorgaan zolang de concentratie toeneemt. Aan de andere kant, zodra de piek voorbij is, zijn actieve managers doorgaans succesvoller, zoals in het begin van 2000 na de TMT-bubble.'

Voorzitter:

Rob Brand,
Blue Sky Group

Deelnemers:

Volker Flögel,
Quoniam Asset Management
David Furey,
State Street Global Advisors
Anna de Jong,
PGIM Fixed Income
Frederik Kooij,
Index People
Kenneth Lamont,
Morningstar
Guillaume Rabault,
HSBC Asset Management
Jill Rootsart,
J.P. Morgan Asset Management
Lorraine Sereyjol-Garros,
BNP Paribas Asset Management
Mark Voermans,
Achmea Investment Management



VOORZITTER

Rob Brand

Rob Brand is Hoofd Fiduciair Management bij Blue Sky Group. Hij werkt daar al sinds 2011 en was eerder verantwoordelijk voor alle activiteiten ten aanzien van portefeuillemanagement. Daarvoor werkte hij tien jaar bij ABN AMRO en bekleedde hij daar verschillende functies, waaronder die van Risk Manager en Beleggingsstrateg en uiteindelijk van Hoofd Discretionary Portfolio Management Equities. Brand heeft een Master Financial Business Economics van de Vrije Universiteit Amsterdam.



Volker Flögel

Dr. Volker Flögel is CIO en Managing Partner bij Quoniam, waar hij in 2006 in dienst trad. Hij is verantwoordelijk voor de beleggingsafdelingen en geeft leiding aan de afdeling Equities & Multi-Asset Portfolio Management en het Comité Duurzaam Beleggen. Eerder werkte hij als Consultant bij alpha portfolio adviseurs GmbH. Flögel, CFA, heeft een PhD Business Administration aan de European Business School.



David Furey

David Furey is Global Head of Portfolio Strategists, Fixed Income, Cash and Currency, bij State Street Global Advisors. Zijn team is verantwoordelijk voor vastrentende beleggingscapaciteiten en ondersteunt institutionele beleggers op verschillende manieren. Furey heeft meer dan 30 jaar ervaring in de sector, waarvan 20 jaar als portefeuillebeheerder van actieve fixed income-fondsen in Londen, Bermuda en Dublin.



Anna de Jong

Anna de Jong is Principal en Hoofd Client Advisory Benelux en Nordics bij PGIM Fixed Income in Amsterdam, waar ze sinds 2019 werkzaam is. Daarvoor was ze Hoofd Benelux Sales en Solutions bij Lombard Odier Investment Managers. Eerder werkte zij onder meer bij Nomura, Morgan Stanley en Merrill Lynch. De Jong behaalde een Master in Finance and Risk Management aan de Rijksuniversiteit Groningen.



Frederik Kooij

Frederik Kooij is Senior Vermogensbeheerder bij Index People. Hij maakt binnen Index People deel uit van het institutionele team en is verantwoordelijk voor beleggende non-profitorganisaties, zoals vermogensfondsen, kerkelijke instellingen en goededoeleninstellingen. Kooij is afgestudeerd bedrijfseconoom aan de Rijksuniversiteit in Groningen.



Kenneth Lamont

Kenneth Lamont is Senior Research Analyst, Passive Strategies bij Morningstar UK. Daar kwam hij in 2013 terecht, na een uitgebreide carrière in het onderzoek van passieve fondsen. Eerder was hij Research Analyst bij Mergermarket en Associate bij Markt. Lamont heeft een MSc Investment, Banking and Finance van de Universiteit van Glasgow en een Executive MBA van de Judge Business School van de Universiteit van Cambridge.



Guillaume Rabault

Guillaume Rabault is Global CIO Quantitative Strategies, ETF & Indexing bij HSBC Asset Management in Parijs. Daarvoor was hij CIO bij HSBC Global Asset Management (France) en Global Head Investment Process Research bij hetzelfde bedrijf. Voordat hij in 2000 bij de HSBC Group begon, werkte Rabault negen jaar bij het Franse ministerie van Financiën als Econoom en Onderzoeker.



Jill Rootsart

Jill Rootsart is Head of ETF Distribution Benelux bij J.P. Morgan Asset Management. Sinds haar aantreden in 2019 is ze samen met het Benelux-team verantwoordelijk voor het uitbouwen van institutionele en wholesale ETF-relaties. Daarvoor werkte ze bij BlackRock met iShares EMEA ETFs aan indexbeleggingsoplossingen voor klanten. Ze begon haar carrière als Valutahandelaar bij Fortis Bank en heeft ervaring als portefeuillemanager en fondsselector.



Lorraine Sereyjol-Garros

Lorraine Sereyjol-Garros is sinds november 2017 Global Head ETF & Index Business Development Sales van BNP Paribas Asset Management, waar ze het jaar ervoor in dienst trad als hoofd van de Franstalige ETF & Index Solutions Sales. Van 2010 tot 2016 was ze Director bij Barclays CIB en tussen 1993 en 2010 actief in verschillende salesrollen in Parijs en Zwitserland.



Mark Voermans

Mark Voermans is sinds 2018 Senior Portfolio Manager in het aandelenteam van Achmea Investment Management. Hij is verantwoordelijk voor onderzoek, portefeuillebeheer en productontwikkeling van kwantitatief beheerde aandelenportefeuilles. De achttien jaar daarvoor vervulde hij vergelijkbare rollen bij ABN AMRO Asset Management, Saemor Capital, PGGM, APG en Robeco. Voermans is afgestudeerd econometrist en is Register Beleggingsanalist.

‘De compressie van fees maakt actief beleggen zeker effectiever.’

Is de algehele druk op de fees een kans om een volledige passieve benadering te herzien?

De Jong: ‘De vraag is altijd: wat moet bereikt worden qua gezette doelen? Bijvoorbeeld daar waar je waarde kunt toevoegen door actief te zijn of te worden. Dan is het evalueren van je pool een goede zaak als het gaat om kostengevoeligheid.’

Flögel: ‘De compressie van fees maakt actief beleggen zeker effectiever. Je krijgt fees die niet veraf liggen van passieve vergoedingen. Een van de meest prominente argumenten voor passief wordt hierdoor al grotendeels irrelevant. In een actieve enhanced indexstrategie combineer je bijvoorbeeld het beste van twee werelden: zeer lage kosten met een efficiënte beta-exposure en stabiele toegevoegde waarde door actief beheer.’

Furey: ‘De druk op de fees is nogal intens geweest. Dat raakt alle managers, of ze nu actief beleggen of indexeren. Wat belangrijk is voor de meeste klanten, is of zij waarde voor hun geld krijgen. Als je een actieve manager kunt vinden die consistent alpha kan leveren door de cyclus heen, is dat een goede zaak, die het waard is om voor te betalen. Ook aan de indexeringskant hebben we te maken met zware druk op de fees. Fees hebben niet alleen betrekking op de performance. Wij helpen de belegger ook bij het ontwerpen van zijn benchmark, die steeds meer op maat wordt gemaakt, en zijn overgestapt van indexering naar wat we nu beschouwen als exposure-management. We kunnen klanten helpen begrijpen welke afwegingen ze willen maken met betrekking tot de maatwerk-exposure die ze willen hebben.’

Jill Rootsart: ‘Een deel van het succes van actieve ETFs in Europa is de sweet spot die hun kostenplaatje biedt in combinatie met fundamentele inzichten in een ETF-jasje. Mijn persoonlijke mening is dat het onderscheid tussen actief en passief vervaagd is. Als we alleen al kijken naar het universum van passieve ESG-indices, dan zien we dat daar een concentratie tot 40%, 50% in de top tien holdings kan plaatsvinden en dat de tracking error ten opzichte van de traditionele benchmarks kan oplopen tot 5%. Terwijl een ESG research enhanced indexstrategie, die gebruikmaakt van fundamenteel inzicht

‘Actief beheer kan goed zijn in een baisse, maar misschien niet zo goed bij herstel.’

op individueel aandelniveau, een tracking error lager dan 1% kan houden. Het gaat dus vaak eerder over risicobudget dan over actief versus passief. Innovatie heeft complexiteit met zich meegebracht en de rol van de managerselectie op fonds- of ETF-niveau wordt steeds belangrijker. Ik houd me bezig met ETF-distributie en ik zie dat juniors vaker op passieve en ETF-selectie geplaatst worden. Daardoor mis je een bepaalde expertise waarover actieve fondsselectors beschikken. Ongeacht of er sprake is van actief of passief moet je onder de motorkap kijken. Deze wereld is zo complex geworden, dat er een markt voor fiduciairs wordt gecreëerd: een markt voor professionele partijen om hun klanten te begeleiden.’

Lamont: ‘Fees zouden een van de belangrijkste factoren moeten zijn om de selectie van een fonds te bepalen, omdat ze de meest consistente voorspellende factor zijn als het gaat om toekomstige rendementen. Dalende actieve fees zullen hun beleggingswaarde vergroten, maar over het geheel genomen is er nog een lange weg te gaan voordat passieve beleggingen in de meeste markten op de proef worden gesteld.’

Kooij: ‘Zoals eerder gezegd zit er een timingeffect in actief beheer. Lagere kosten voor actief beheer zijn wat mij betreft ook geen reden om van passief beheer af te wijken.’

Als het om actief beheer gaat, hoe zit het dan met kwantitatief beleggen versus fundamenteel beleggen?

Voermans: ‘De resultaten van kwantitatief beleggen zijn in de afgelopen vijftientig jaar mijns inziens voldoende sterk en consistent geweest. Het is belangrijk dat portefeuillemanagers kunnen uitleggen wat ze doen en waar de prestaties vandaan komen. Dan is het voor een klant makkelijker te begrijpen wat die de komende jaren kan verwachten. Zo hebben we vorig jaar een methode



‘Ik denk dat de verschuiving naar DC meer vraag zal creëren naar laag-risicoproducten in absolute zin.’

ontwikkeld om – via machine-learning-technieken – de performance-effecten van ESG-integratie gedetailleerder te kunnen attribueren. Daarmee krijgen onze klanten inzicht in het effect van hun keuzes met betrekking tot uitsluitingen, ESG-integratie en CO₂-reductie op het rendement. Ik denk dat gemiddeld genomen kwantitatieve beleggers beter

kunnen uitleggen wat ze doen en waar de prestaties vandaan kwamen en zullen komen. Dat is een groot voordeel vergeleken met fundamenteel beheer.’

De Jong: ‘Hoe je belegt, hangt ook af van je beleggingsovertuigingen. Het past bij je fiduciaire plicht om rendement toe te

voegen en uit dat oogpunt is het logisch om actieve managers te selecteren. Maar dan moet je wel de middelen hebben om dat te doen. Actief kan veel toevoegen om beleggingsovertuigingen waar te maken.’

Rabault: ‘Fundamenteel beleggen heeft voordelen als je een geconcentreerde portefeuille wilt aanhouden waarvoor je grondig onderzoek hebt gedaan naar alle bezittingen. Deze aanpak maakt het echter moeilijker om je relatieve performance ten opzichte van de markt te monitoren. Kortom, als je dit wilt, moet je stoppen met je zorgen te maken over of je de markt kunt verslaan met de door jou aangehouden assets. Kwantitatieve technieken hebben een zeker voordeel in het kunnen controleren en beheersen van je posities ten opzichte van de markt, gezien het aantal betrokken effecten.’

Furey: ‘Kwantitatieve strategieën in fixed income zijn nog niet echt volwassen geworden. Historisch is het succes-

percentage van de modelimplementatie pover geweest, vooral vanwege de variabele handelskosten in vastrentende waarden ten opzichte van aandelen. Dat is nu aan het veranderen omdat er door de ontwikkelingen in elektronisch handelen veel rijkere datasets komen en meer transparante en betrouwbare handelsresultaten. Daardoor wordt de weg vrijgemaakt voor de ontwikkeling en succesvolle implementatie van systematische strategieën. Kwantitatieve technieken met betrekking tot fixed income zullen in de toekomst populairder worden en de traditionele fundamentele benaderingen uitdagen.’

Flögel: ‘Mijn indruk is dat we vroeger vaker een onderscheid zagen tussen kwantitatief en fundamenteel. Tegenwoordig is dat minder het geval. De grenzen vervagen nu fundamentele managers ook veel data-inputs en kwantitatieve technieken gebruiken. Klanten zijn vaak op zoek naar een global manager en niet specifiek naar een kwantitatieve of fundamentele. Maar kwantitatieve managers behouden een edge bij het vertalen van al die informatie voor grote universums naar efficiënte portefeuilles.’

De Jong: ‘Replicatie in vastrentend brengt vaak extra complicaties met zich mee. Zo worden bijvoorbeeld nieuwe emissies niet onmiddellijk opgepikt door een index, waardoor je de ‘new issue premium’, oftewel de uitgiftepremie mist, en vinden er in volatiele markten veel kredietmigraties plaats, wat tot hogere replicatiekosten leidt.’

Fixed income versus aandelen: welke markten lenen zich beter voor actief beheer?

Lorraine Sereyjol-Garros: ‘We hadden veel klanten die terughoudend waren om in een fixed income index te beleggen omdat ze bang waren voor liquiditeitsproblemen. Maar sinds COVID-19 en de oorlog in Oekraïne zijn veel klanten kennelijk van gedachten veranderd: een groot deel van de vastrentende beleggingen van bijvoorbeeld institutionele beleggers en distributeurs is naar indexproducten gegaan. Wij zijn perfect in staat om een echt liquide en goedkope oplossing te bieden aan beleggers in fixed income ETFs.’

‘Als actieve manager kun je kiezen wanneer je handelt en wanneer niet. En als het gaat om de waarde die je toevoegt, kan dat natuurlijk significant zijn.’

Rootsaert: ‘In fixed income bestaan geen puur passieve markten, zelfs niet als je de index koopt. Wij geloven dat zowel kwantitatief als fundamenteel een meerwaarde biedt voor een beleggingsoplossing. Soms heb je gewoon meer kopers dan verkopers en omgekeerd. Dan doen fundamentals er niet toe en is er sprake van een puur behavioristische markt. Alles is een evenwichtsoefening: naar welk tijdsbestek kijk je als belegger? Heb je een visie op stijl en sector? Wat is je ESG-visie? Dat helpt je om binnen elke beleggingscategorie te bepalen wanneer je puur actieve, meer geconcentreerde posities moet innemen of dichterbij de index moet blijven. De managersselectie helpt je dan verder.’

In welke aandelenmarkten – ontwikkelde, emerging, small cap – bestaan de beste kansen voor outperformance door actief beheer?

Flögel: ‘Opkomende markten en small caps zijn beter geschikt voor actieve strategieën. Dat wordt zelfs ondersteund door de beleggingsliteratuur. Meer in het algemeen: verschillende marktsegmenten laten verschillende staten van efficiëntie zien, onder andere afhankelijk van institutioneel eigendom en de dekking door analisten. Een tragere informatieverwerking biedt natuurlijk meer mogelijkheden voor actief beheer en ook meer tijd om te investeren in je beleggingsovertuigingen. Bovendien maakt de hoge activiteit van speculatieve beleggers in sommige emerging markets, met name China, deze markten ook minder efficiënt.’

Furey: ‘Wij hebben een mix van beleggers in ons boek, die zowel actieve als passieve benaderingen toepassen. Ze selecteren managers die een bewezen track record hebben in minder liquide exposures zoals emerging markets en high yield, maar ze combineren ook met een indexbenadering, aangezien die zich leent voor tactische bewegingen. Er zijn dus exposures waar sprake is van actief beheer, maar alpha wordt niet noodzakelijkerwijs consistent geleverd op de lange termijn. Actief beheer kan goed zijn in een baisse, maar misschien niet zo goed bij herstel. Dat zagen we tijdens de Amerikaanse energiestress van 2015-2016, toen de

‘Er zit een timingeffect in het actieve beheer. Lagere kosten voor actief beheer zijn geen reden om van passief beheer af te wijken.’

instorting van de olieprijs de balansen van schaliebedrijven in gevaar bracht en de obligatiekoersen enorm daalden. Managers die daar goed mee omgingen en kapitaal beschermden in die neerwaartse cyclus, kwamen daar heel goed uit. Toen de olieprijsen echter heel snel herstelden en bedrijven en hun obligaties ook, presteerde actief beheer ondermaats.’

Rabault: ‘Het debat over efficiëntie versus inefficiëntie gaat over de vraag of je, om de benchmark te verslaan, meer risico moet nemen dan de benchmark. Beleggers vinden het makkelijker om de benchmark in credit te verslaan, omdat ze gemakkelijker meer risico kunnen nemen dan de benchmark. Beleggers in aandelen hebben daar wat meer moeite mee omdat beloond risico minder gemakkelijk te herkennen is.’

De Jong: ‘Ik denk dat het handelselement in die zin ook heel belangrijk is, namelijk dat je niet hoeft te handelen als de indexmethodologieën veranderen. Als actieve manager kun je kiezen wanneer je handelt en wanneer niet. En als het gaat om de waarde die je toevoegt, kan dat natuurlijk significant zijn.’

Gaan ESG en actief beheer samen?

Voermans: ‘Passief en ESG gaan niet samen. Als je duurzaamheid wilt integreren in je beleggingsbeleid, ben je actief aan het beleggen. Duurzaamheidsintegratie creëert nieuwe exposures en risico's. De vraag is dan: hoe controleer je de ontstane ongewenste risico's en exposures in je portefeuille? Wanneer je duurzaamheid een rol geeft in je portefeuille, is goede kwantitatieve portefeuilleconstructie daarom van cruciaal belang.’

De Jong: ‘ESG in het beleggingsproces integreren is een actieve beslissing. Je moet wel weten wat je wilt. Gewoon de benchmark kopen en geen controle >

hebben over de bedrijven waarin je hebt belegd, is vanuit een ESG-perspectief suboptimaal. Het is belangrijk dat een bedrijf op ESG-gebied doet wat het zegt. Om daarvan overtuigd te raken, is een diepgaande analyse nodig. Je kunt niet volstaan met het kopen van een naam. ESG is heel genuanceerd. Daarvoor is veel aandacht nodig.’

Sereyol-Garros: ‘Wij hebben de mogelijkheid om een ETF te lanceren met een actieve ESG-aanpak, wat betekent dat we een grote index moeten repliceren. En we zullen onze eigen ESG-methodologie integreren. Ik denk dat ESG zeker actief is, maar het kan op een ETF-manier.’

Flögel: ‘Actief management alsmede ESG-en actief management kunnen samengaan. Het is belangrijk om goed af te wegen of de aanpak die financiële waarde toevoegt ook verenigbaar is met de ESG-filosofie van de klant. Dat is waar veel vermogensbeheerders falen.’

De indexstrategie is actief, maar de implementatie is passief?

Lamont: ‘Ik gooi het over een andere boeg en beweer dat je nog steeds duurzaam kunt beleggen door puur passief te gaan, namelijk door middel van engagement. Sommige van de grootste asset managers en asset owners ter wereld zijn passieve beleggers en kunnen jaar in jaar uit bij elke gelegenheid hun stem uitbrengen. Het gebrek aan de mogelijkheid om te desinvesteren is op het eerste gezicht duidelijk een nadeel voor ESG-beleggers, maar de engagementcomponent kan heel betekenisvol zijn om bedrijven ertoe te bewegen ESG-criteria te omarmen.’

Flögel: ‘Om terug te komen op de voorgaande vraag: ik denk dat veel ESG-indices een goed voorbeeld zijn van actieve strategieën, waarbij analisten beslissingen hebben genomen die niet als passief kunnen worden gedefinieerd. Je kunt dit

dan passief implementeren, maar een actieve strategie ‘index’ noemen, vind ik twijfelachtig.’

Furey: ‘Als indexmanager zijn we erg goed in het afstemmen op de benchmark, zowel door de systematische aanpak als door de implementatie. Dat kunnen we ook doen voor het klimaatpad. Dat roept bij klanten de vraag op wat ze willen bereiken. Wat is hun prioriteit? Is dat het implementeren van waarde in de portefeuillestrategie? En kun je daar dan nog waarde bovenop krijgen door actief te zijn?’

De Jong: ‘Bij het opbouwen van een goede ESG-portefeuille moet je beginnen met je beleggingsovertuigingen en vervolgens nagaan hoe je die waarheidsgetrouw gaat uitvoeren. Je moet begrijpen wat bedrijven vanuit een ESG-perspectief doen en dat wat er wordt gezegd ook wordt uitgevoerd. Vaak beschikken bedrijven met een andere focus of krappere balans misschien niet over de juiste gegevens of hebben ze niet de juiste middelen om die te publiceren. Dat wil daarom niet zeggen dat ze het eigenlijk niet goed doen. Engagement kan hierbij belangrijk zijn, want daarmee kun je een bedrijf laten inzien hoe belangrijk het is om de juiste gegevens te verstrekken of de link te leggen tussen zeggen en uitvoeren. Uiteindelijk biedt engagement een belangrijke mogelijkheid om aan te geven wat je in de bedrijfsvoering zou willen veranderen en voor het bedrijf om de daad bij het woord te voegen.’

Rootsaert: ‘De geldstromen naar ESG-producten, of het nu fondsen of ETFs zijn, zijn enorm geweest. Hoewel er een vertraging is opgetreden, denk ik dat het een aanhoudende trend is in Europa. Er is één ding dat we massaal over het hoofd zien, namelijk dat het leeuwendeel in ESG ETF-geldstromen gekoppeld is aan ESG MSCI-indices. Dat geldt zeker op het gebied van aandelen. Uiteindelijk gaat het om expertise en resources. Wie heeft de kwaliteit en expertise om bedrijven te screenen, fundamenteel vanuit ESG-perspectief? En dat laatste is niet het core-verdienmodel van een indexprovider. De vraag stellen omtrent bepaalde uitsluitingslijsten en het besef dat we in een wereld van verandering leven, brengt meerwaarde voor actief beheer. Het is geen

‘Je kunt nog steeds duurzaam beleggen door puur passief te gaan, namelijk door middel van engagement.’

binaire wereld, met alleen maar goede of slechte bedrijven. Laten we een evenwichtige keuze maken, een balans van het risicobudget aan de ene kant en de screening, tijd en middelen die je eraan kunt besteden aan de andere kant. Laten we vooral een open gesprek voeren, want ik denk dat dit nu niet genoeg het geval is. Ik hoop en denk dat de balans onder andere hierdoor zal worden opgeschud.'

De Jong: 'Ik denk dat het erop neer komt dat je niet altijd een rating of verstrekte data als vaststaand kunt aannemen.'

Furey: 'Dat is juist, dus we moeten een beetje verder kijken. Er zijn zeer brede maatstaven voor een markt. Waarom instellingen of beleggers dat zouden accepteren als hun strategische benchmark, is een filosofische vraag. Bijgevolg vinden er nu veel aanpassingen achter de schermen plaats. Er zijn maar weinig accounts, de standaard benchmark zou het universum kunnen zijn. Maar de screening en de tilting- en wegingsmechanismen zijn zeer aangepast aan de betreffende belegger.'

Verstoort maatwerk, bijvoorbeeld door uitsluiting, het alpha-genererend vermogen van actieve managers?

Voermans: 'Het uitsluiten van bedrijven maakt actief beheer lastig, maar zeker niet onmogelijk. Zelfs wanneer een asset owner de tracking error na uitsluitingen laag wil houden, leveren uitsluitingen geen grote problemen op. Dan kun je bijvoorbeeld met maatwerkbenchmarks werken, iets wat wij regelmatig voor klanten doen. Voor actief beheer zou je bij grote uitsluitingslijsten kunnen kijken of je je beleggingsuniversum buiten de benchmark met kleinere bedrijven kunt uitbreiden.'

Flögel: 'Als systematische belegger vertrouwen we zeker op een breed universum. Uitsluitingen zijn tot op zekere hoogte aanvaardbaar, maar als het universum te klein wordt, lijdt de efficiëntie van de strategie daaronder. Beleggers moeten zich ervan bewust zijn dat als je specifieke delen van het universum uitsluit, bijvoorbeeld hele sectoren zoals energie, je de tracking error aanzienlijk dreigt te verhogen in een jaar als 2022, toen de energiesector beter presteerde.'

'AI is gereedschap, net als een hamer. De hamer heeft de timmerman niet vervangen, maar wel geholpen.'

Voermans: 'De vraag is hoe je uitsluitingen compenseert. Als je één autobedrijf uitsluit, kun je dat waarschijnlijk compenseren door een of twee andere autobedrijven te kopen. Maar als je de hele auto-industrie uitsluit, is het aanzienlijk moeilijker te compenseren.'

De Jong: 'Het is van belang dat je voor de langere termijn vasthoudt aan je beleggingsovertuigingen. Als bepaalde uitsluitingen deel uitmaken van je langetermijnportefeuille, dan moet dit ook tot uitdrukking komen in de benchmark. Derhalve moet je de benchmark aanpassen en op maat maken om de tracking error niet te hoog te laten oplopen.'

Kooij: 'De te volgen indexstrategie is uiteindelijk een actieve keuze die gemaakt wordt. Deze keuze is veelal door een bestuur in een beleggingsstatuut vastgelegd. Het gaat erom de fondsen te selecteren met een passieve strategie die het beste aansluit bij een beleggingsstatuut.'

>



‘In een non-binaire ESG-wereld heb je fundamentele onderbouwing nodig en dat kost aandacht en expertise.’

Furey: ‘Als je veel duurzame beleggingsdoelen in de portefeuille wilt integreren, moet je waarschijnlijk een hoge tracking error tolereren. Dat zien we nu bij beleggers met duurzaamheidsdoelstellingen. Iets heel anders: staatsobligaties dienen een specifiek doel in je portefeuille. Niet alleen om inkomsten te genereren en liquiditeit te verschaffen, maar natuurlijk ook om je in te dekken tegen aandelenrisico’s.’

Een hot topic in Nederland is de verschuiving van DB naar DC. Leidt dit ertoe dat er meer passief belegd zal worden?

Lamont: ‘Die vraag heeft betrekking op thematisch beleggen. Het belang daarvan is in Europa in het algemeen toegenomen. Het overgrote deel van de assets van thematische fondsen zit in actief beheerde fondsen. We verwachten wel dat het ETF-gedeelte zal groeien als gevolg van toegenomen interesse onder consumenten. Dit is enigszins zorgelijk, omdat deze fondsen de neiging hebben zeer volatiel te

zijn. En helaas geldt dat hoe minder ontwikkeld de belegger is, hoe groter de kans dat hij op de verkeerde momenten handelt. In de Verenigde Staten is thematisch beleggen veel meer een ETF-spel. Er zijn aanzienlijk minder traditionele actieve beleggingsfondsen.’

Rabault: ‘Thematisch beleggen kan grotendeels worden gezien als een retail-verhaal, in de zin dat distributeurs het om bepaalde redenen voordelig zouden kunnen vinden om thematische producten aan retail-beleggers te verkopen. Het zou kunnen dat als je overstapt op defined contribution, het resultaat voor de gepensioneerde een directe weerspiegeling is van de financiële beleggingsbeslissing. Gezien de politieke gevoeligheid hiervoor, is het waarschijnlijk nauwelijks te tolereren als deze uitkomst wijd verspreid wordt over de verschillende regelingen. Regelgevers zullen ervoor proberen te zorgen dat de spreiding gemakkelijk te verklaren of klein is, zodat er geen politieke discussie ontstaat waarin het hele systeem bekritiseerd zou kunnen worden op basis van het feit dat discretionaire beslissingen misschien het vermogen van gepensioneerden schaden.’

Sereyol-Garros: ‘Misschien is het specifiek voor Frankrijk, maar wij hebben een sterke vraag vanuit institutionele beleggers naar thematische beleggingen op ESG-gebied. Wellicht komt dat door een Franse wet die institutionele beleggers verplicht openbaar te maken wat ze doen om bij te dragen aan de energietransitie of het behoud van biodiversiteit.’

Voermans: ‘De vraag is hierbij of lager risico in absolute zin of relatieve zin zal zijn. Ik denk dat de verschuiving naar DC meer vraag zal creëren naar laag-risicoproducten in absolute zin. Dat zal juist actiever portefeuillemanagement vergen en de vraag naar ‘quality’- en ‘low-vol’-producten stimuleren.’

Zal institutioneel beheer van de liquide portefeuille volledig passief worden door streng toezicht?

De Jong: ‘Daar ben ik niet mee eens. Je kunt het ook omdraaien en zeggen: door het strenge toezicht moet je eigenlijk meer naar actief kijken als je je risico-



rendements- en ESG-doelstellingen wilt halen. Het komt erop neer hoe je vanaf het begin naar je beleggingsovertuigingen kijkt. Waar op korte termijn sprake kan zijn van risicoaversie als het gaat om toezicht, hoeft dat op de lange termijn niet het geval te zijn. Met andere woorden: je moet nooit het langetermijndoel vergeten.’

Flögel: ‘Ik ben het er ook niet mee eens en in feite zien we dat sommige klanten en prospects afstappen van een puur passieve benadering. Zelfs als je in het algemeen van passief houdt, zorgen de huidige marktomstandigheden, met bijvoorbeeld de concentratie en lage verwachte marktrendementen, ervoor dat je wellicht begint te twijfelen. De volgende stap is het aanbrenge van verbeteringen, bijvoorbeeld het toewijzen van een klein risicobudget aan actief beheer. Zoals gezegd: klanten komen terug van puur passief beleggen.’

Lamont: ‘Dit lijkt me nogal reductionistisch. Misschien is er eigenlijk geen grens tussen actief en passief, maar is er sprake van een continuüm. Naarmate we meer data krijgen en geavanceerder worden in het volgen van ontwikkelingen, zal het onderscheid tussen actief en passief alleen maar vager worden.’

Rootsaert: ‘Klopt. De realiteit is dat grote delen van institutionele portefeuilles naar customised indexstrategieën zijn gegaan. Via fiduciair managers kunnen ze assets groeperen en zo een grotere onderhandelingsmarge hebben omtrent fees en ESG. Maar net bij die laatste heb je eigenlijk meer nodig dan enkel uitsluitingslijsten. In een non-binaire ESG-wereld heb je fundamentele onderbouwing nodig en dat kost aandacht en expertise. Dan kun je de kosten niet op twee basispunten houden omdat je een heel research- en stewardshipsteam, en wat daarbij komt, moet betalen. Ik denk dat er maar enkele grote spelers zijn die überhaupt de nodige resources hebben.’

Voermans: ‘Het is niet goed wanneer toezichthouders beleggers prikkels geven om passiever te beleggen. Ze zouden beleggers binnen het relevante risicokader moeten stimuleren meer nettorendement te maken in plaats van te proberen alleen

‘Ik denk dat ESG zeker actief is, maar het kan op een ETF-manier.’

de kosten te minimaliseren door passief te beleggen.’

Zal Artificial Intelligence de rol van indexbeleggen en -managers overnemen?

Rabault: ‘AI is gereedschap, net als een hamer. De hamer heeft de timmerman niet vervangen, maar wel geholpen. Op deze manier gaat AI de belegger helpen, maar hem niet vervangen.’

De Jong: ‘Ik ben geen AI-deskundige, maar iets zegt me dat je altijd mensen nodig zult hebben om verbintenissen aan te gaan. Gezond mensenverstand is nodig om te controleren en niet alles zomaar aan te nemen.’

Flögel: ‘AI werkt het beste in omgevingen waar goede theorieën, veel data en stabiliteit aanwezig zijn. Dat is niet van toepassing op kapitaalmarkten: empirisch gezien zijn de vele theorieën niet echt van toepassing: er is veel data, maar we hebben slechts enkele cycli om deze te testen. De relaties zijn niet erg stabiel. Bij beleggen zijn mensen betrokken, er zijn gedragseffecten en vele veranderingen in beleid, waardoor de betrouwbaarheid van historische data verder afneemt. Artificial Intelligence die het portefeuillebeheer overneemt, is niet betrouwbaar. Het zou als het ware andersom moeten zijn: portefeuillehouders en analisten moeten AI gebruiken om hun besluitvorming te verbeteren.’

Kooij: ‘Hoewel AI de efficiëntie kan vergroten en gepersonaliseerde adviezen zou kunnen bieden, zijn wij van mening dat menselijk toezicht en verantwoordelijkheid cruciaal blijft om de integriteit en veiligheid van de financiële beslissingen te waarborgen.’ ■

IN HET KORT

De mate van marktconcentratie heeft invloed op het succes van actief beheer. Dat is moeilijker naarmate de markt geconcentreerder is, zoals in de afgelopen jaren.

De compressie van fees maakt actief beleggen effectiever.

Het onderscheid tussen actief en passief is vervaagd.

Opkomende markten en small caps zijn beter geschikt voor actieve strategieën.

ESG in het beleggingsproces integreren is een actieve beslissing.

Toezichthouders zouden beleggers moeten stimuleren meer rendement te maken in plaats van te proberen alleen de kosten te minimaliseren door passief te beleggen.