

Actief versus passief: einde discussie

De discussie over actief versus passief beleggen woedt al tientallen jaren. De meningen blijven verdeeld. De voorstanders van passief beleggen wijzen op de lagere kosten en op empirisch bewijs dat actieve beleggingsfondsen gemiddeld genomen de benchmark – na kosten – niet verslaan. De markt in zijn geheel is tenslotte een *zero sum game*. De voorstanders van actief beleggen brengen daar tegenin dat het top kwartiel van managers de benchmark wel degelijk weet te verslaan. Bovendien zijn actieve beleggers nodig om markten efficiënt te maken. Het is alleen de kunst om de juiste managers te selecteren. En dat dat selecteren nog niet zo eenvoudig is, blijkt uit vele onderzoeken. Mooi voorbeeld hiervan is beursgorilla Jacko, die in zijn zeventienjarig bestaan 13 keer een hoger rendement dan de AEX-index wist te behalen, door het simpelweg kiezen van bananen. In totaal behaalde hij een cumulatief rendement van 93%, tegenover 29% voor de index.

Ook pensioenfondsen besteden veel tijd aan de keuze van de beste actieve manager. Je zou verwachten dat het effect hiervan op de totale portefeuille dan ook aanzienlijk is. Niets is echter minder waar. De out- en underperformance van de verschillende actieve managers blijken grofweg vaak uit te middelen. Per saldo is het effect van actief beleid dan minimaal. Voor enkele pensioenfondsen bekijk ik jaarlijks hoe ze hebben gepresteerd ten opzichte van hun peergroup en wat daarvoor de verklaring is. Nog nooit lag de verklaring van de verschillen in het effect van actief beleid door de managers. Meestal was de rente-afdekking de meest bepalende factor, gevolgd door keuzes als allocatie naar aandelen, regio-allocatie en valuta-exposure. Ik geef toe, dit zijn lastige keuzes, maar het effect ervan is vele malen groter dan de managerkeuze.

Dat de managerkeuze zo'n beperkt effect heeft, komt ook door de focus van de beleggingsindustrie op benchmarks. Actieve managers krijgen vaak beperkte ruimte om van de benchmark af te wijken. De gangbare target tracking errors van 2% tot 4% voor individuele managers blijken dan op portefeuilleniveau weinig effect te hebben. Pas de laatste jaren wordt er meer kritisch gekeken naar de keuze van de benchmark. Een marktkapitalisatiegewogen benchmark blijkt behoorlijke nadelen te hebben. Zo hebben de grootste bedrijven per definitie het grootste gewicht, terwijl het maar de vraag is of van deze bedrijven ook naar de toekomst toe het meest verwacht mag



worden. De komst van factorbeleggen brengt hier verandering in. Aandelen worden dan geselecteerd op basis van kenmerken die naar de toekomst toe een hoger verwacht rendement of lager risico opleveren. De resulterende tracking error ten opzichte van de marktkapitalisatiegewogen index ligt vaak rond de 8%. *Now we're talking!*

Ook binnen vastrentende waarden staat de benchmarkkeuze in de belangstelling. Sinds de eurocrisis vindt niemand het meer vanzelfsprekend om een marktkapitalisatiegewogen benchmark aan te houden voor staatsobligaties in de eurolanden. Waarom zou je ook? Het meest beleggen in de zuidelijke

Eurolanden, met de hoogste schulden, klinkt niet als een prudente strategie. Binnen bedrijfsobligaties zien we minder aandacht voor de keuze van de benchmark en het universum. Weliswaar komen er mondjesmaat aanbieders van factorproducten voor bedrijfsobligaties naar de markt, discussie over de opname van verschillende soorten instrumenten in de benchmark is er nauwelijks. Benchmarkproviders beslissen zelf welke instrumenten wel of niet in de index worden opgenomen.

Zo werden CoCos (Contingent Convertibles) in eerste instantie gewoon in high yield indices opgenomen, terwijl deze speciale vorm van achtergestelde obligaties als tussenvorm van aandelen en obligaties kan worden gezien met een stuk hoger risico. Doordat rendementen in goede tijden vaak hoger zijn dan de reguliere high yield instrumenten, worden beleggers – zowel passieve als actieve – 'gedwongen' om in dit type instrument te beleggen als ze eenmaal in de benchmark zijn opgenomen. Voor Emerging Markets Debt kondigde JP Morgan vorig jaar aan dat *Sukuks* (financiële certificaten, die voldoen aan de Sharia Islamitische wetten waarin geen rente mag worden betaald) worden opgenomen in de benchmark. *Sukuks* worden als complexe instrumenten gezien, maar door benchmarkopname is hier nauwelijks discussie over. Zou er niet veel meer discussie moeten zijn over het toegestane universum, in plaats van klakkeloos de keuzes van de benchmarkprovider over te nemen?

Zo zijn er legio voorbeelden van belangrijke beslissingen, waaraan beleggers nauwelijks aandacht besteden. En dan hebben we het nog niet eens gehad over ESG keuzes. Laten we de discussie over actief versus passief stoppen. Niet omdat we eindelijk weten wie wint, maar omdat er zoveel andere belangrijke keuzes zijn! ■

Loranne van Lieshout en Tjemme van der Meer
(VBA commissie Risicomanagement)