

De passieve fata morgana

Je kan er de klok op gelijkzetten. Om de zoveel jaar duikt het debat weer op in menig investment committee. Moet er actief of passief worden belegd? Voorstanders van passief beleggen wijzen op de slechte performance van actieve managers. Uit data van Morningstar komt naar voren dat minder dan de helft het op 1 jaar beter doet dan de benchmark. En op een langere horizon blijft slechts een handjevol managers de benchmark te kunnen verslaan. Voorstanders van actief wijzen daarentegen weer op managers met vermeende skill. En op markten waarin actief management wel waarde toe zou voegen, zoals emerging markets, credits en small caps.

En dan hebben we het nog niet eens over alle keuzes die in indices worden versleuteld. ESG-, factor-, klimaatindices: allemaal versleutelen ze tot op zekere hoogte 'actieve' keuzes in een index. Is het volgen van deze index dan nog passief te noemen? En misschien belangrijker nog: welke keuzes zijn er eigenlijk al gemaakt in de samenstelling van de index? S&P, FTSE Russell, MSCI hanteren allemaal hun eigen definities en segmentatie. Beleg je via een index van FTSE Russell dan is Zuid-Korea een ontwikkelde markt. MSCI vindt Zuid-Korea daarentegen nog steeds 'opkomend'. Om nog maar te zwijgen over alle afslagen, correctiefactoren en andere eigenheden die de indexbouwers in de index versleutelen om deze 'een betere weergave van het belegbare universum' te laten zijn.

Voor de oorsprong van passief beleggen moeten we terug naar medio vorige eeuw. Samuelson en Fama ontketenden een revolutie in de economie. Met Samuelsons mathematische kijk op de economie en investeren legde hij de fundamenten van het indexbeleggen. En Fama lanceerde het idee dat markten efficiënt zijn en beleggers rationeel. Nieuwe informatie wordt direct in de koersen verwerkt. Een belegger heeft dus, tenzij hij over niet-publieke informatie beschikt, weinig kans het beter te doen dan de (marktkapitalisatie-gewogen) markt.

Maar hoe efficiënt is de markt eigenlijk? Handel met voorkennis was tot in de jaren 80 van de vorige eeuw schering en inslag. Actieve aandelenmanagers gingen er zelfs

prat op dat zij unieke informatiebronnen hadden. Een mooie bron van alpha. Tot 2000. Toen gooide Regulation Fair Disclosure definitief roet in het eten. Belangrijke informatie mocht niet selectief worden vrijgegeven. De ideale omstandigheden voor passief beleggen waren geboren. Beleggers hoefden voortaan alleen een tracker te kopen en de efficiënte markten deden de rest. In de jaren daarna beslechtten de resultaten van trackers het debat in het voordeel van passief.

Of toch niet? In de recente jaren is er iets veranderd aan de hypothese. Waar de efficiënte markten uitgaan van publieke, vrijelijk toegankelijke en transparante markten, zijn steeds meer bedrijven afhankelijk van private markten. De spectaculaire winstgroei van Alphabet en Amazon in de afgelopen kwartalen is voor een belangrijk deel te danken aan hun *non-marketable securities*, lees hun aandelen in o.a. Anthropic en SpaceX. De eerste is voornemens om binnenkort naar de beurs te gaan. En SpaceX had eerder dit jaar een spectaculaire IPO. Voor veel aandelenbeleggers een bekend ritueel: inschrijven, met de eerste golf van optimisme omhoog en een paar dagen later weer uitstappen. Los van de vraag of een bedrijf dat op ruimtekastelen is gebouwd überhaupt een goede belegging is.

Voor de passieve belegger was de IPO van SpaceX sowieso een nieuwe gewaarwording. Vóór SpaceX was de IPO van Facebook in de afgelopen decennia de grootste toevoeging aan de index. En dit aandeel besloeg

destijds circa 0,6% van de totale marktkapitalisatie. Met een waardering van circa \$1,8 biljoen werd er afgelopen juni opeens 2,4% van de marktkapitalisatie aan de markt toegevoegd. Indexproviders zaten direct met een probleem: de normale regels volgen? Dan zou het enkele maanden duren voordat de passieve beleggers ook in deze gigant zouden gaan beleggen. Of de regels versoepelen? Dan zouden passieve beleggers dit aandeel mogelijk kopen voordat de markt alle informatie rondom het aandeel goed heeft kunnen verwerken. S&P koos voor het eerste. Onder andere Nasdaq en FTSE Russell voor het laatste.

En dit probleem zal komende jaren alleen maar groter worden. Door AI en technologische veranderingen zullen er nieuwe kampioenen ontstaan. Kampioenen die mogelijk tegen waarderingen van enkele biljoenen de publieke markten zullen betreden. En dan zijn de keuzes die de indexprovider van een 'passieve' index maakt opeens ook jouw keuzes. De hele discussie over actief of passief is daarmee eigenlijk overbodig. Ook passief beleggen is een actieve keuze.

Reinout van Tuyll, CFA, CAIA, Chief Investment Strategist at Family Office

