

VOORZITTER

Paul van Gent, *Corestone Investment Managers AG*

DEELNEMERS

Han Dieperink, *Rabobank Retail & Private Banking*

Anna Dragesic, *PIMCO*

Marlene Hassine Konqui, *Lyxor*

Bob Homan, *ING Investment Office*

Robert Koopdonk, *AllianzGI*

Bernhard Langer, *Invesco*

Peter Westaway, *Vanguard*

Simon Whiteley, *Aberdeen*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Aberdeen, AllianzGI, Invesco, Lyxor, PIMCO en Vanguard.



Foto's: Ruben Eshuis Fotografie

ACTIEVE BELEGGINGS- STRATEGIEËN ZIJN VERRE VAN DOOD

Door Hans Amesz

In de afgelopen vijftien jaar heeft ruim tachtig procent van de actieve fondsen het slechter gedaan dan de markt. Dat heeft geleid tot een enorme groei van passief beleggen. Is er nog wel een rol weggelegd voor actief management?



Wat is passief beleggen?

Peter Westaway: 'De definitie van passief beleggen is zowel eenvoudig als ingewikkeld. De enige echte passieve strategie is het volgen van de hele aandelen- of obligatiemarkt in de wereld. Al het andere is actief. Het kopen van bijvoorbeeld de FTSE 100 of de S&P 500 is een actieve beslissing om te beleggen in het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten in plaats van wereldwijd. Veel beleggers kopen passieve fondsen als onderdeel van hun algehele strategie.'

Marlene Hassine Konqui: 'Onze definitie van actief en passief is eenvoudiger. Het op een systematische wijze binnenhalen van risicopremies is passief. Wat niet systematisch te bereiken is, kan alpha genoemd worden en is echt actief. Wat betreft de asset allocatie moeten er altijd actieve beslissingen worden genomen.'

Anna Dragesic: 'Strikt genomen betekent passief beleggen het alloceren naar een markt en niet het beheren van het vermogen. Maar voor veel beleggers is de definitie van passief een belegging gebaseerd op regels die transparant zijn en niet veranderen.'

Bernhard Langer: 'Tegenwoordig zijn actief en passief uitsluitend beperkt tot portfolio-implementatie. Passief is altijd gekoppeld aan een index, maar die kan bij wijze van spreken heel actief zijn.'

Bob Homan: 'Passief beleggen is beleggen in een index die wijd en zijd bekend is en gebruikt wordt. Beleggen in op maat gesneden indices als smart beta en daarop gebaseerde fondsen of ETF's, is actief.'

Simon Whiteley: 'Wij verstaan onder passief beleggen alle traditionele market cap gewogen beleggingen. Aan de andere

> **Paul van Gent** is Chief Investment Officer bij Corestone Investment Managers AG, Robeco's onafhankelijke managerselectiebedrijf in Zwitserland. Daarvoor was Van Gent werkzaam bij PME, waar hij verantwoordelijk was voor de managerselectie. Voor zijn periode bij PME was hij Hoofd Investment Consulting bij IBM en verantwoordelijk voor de selectie van externe vermogensbeheerders voor de pensioenfondsen van IBM in het EMEA-gebied. Van Gent is afgestudeerd aan de TU Eindhoven in technische bedrijfskunde en lid van de beleggingscommissie van pensioenfonds IBM Nederland.





> **Han Dieperink** is Chief Investment Officer bij Rabobank Retail & Private Banking. Hij is sinds 2010 direct verantwoordelijk voor de afdeling beleggingsstrategie. Vanaf 1995 was Dieperink werkzaam op de afdeling beleggingsstrategie van Schretlen & Co en van 2000 tot 2010 was hij bij deze bank Chief Investment Officer. Na zijn studie civiel en fiscaal recht in Leiden was hij enige jaren werkzaam als officier bij de Koninklijke Marine, waarna hij de overstap maakte naar Schretlen & Co.

kant van het spectrum hebben we actieve strategieën met als doel om alpha te genereren. Daartussenin bevinden zich smart beta en factor investing, die bij ons wel degelijk als actieve strategieën gezien worden.'

Westaway: 'In het Verenigd Koninkrijk is een invloedrijk rapport verschenen waarin werd vastgesteld dat veel pensioenfondsen te veel geld besteedden aan actief gemanagede fondsen die te weinig toegevoegde waarde leverden. De conclusie was: beleg veel meer passief, maar echt passief, of in smart beta. Dan moet er dus wel actief gekozen worden. Als gezegd wordt dat het om een puur passieve beslissing gaat, wordt de belegger op het verkeerde been gezet. Het goede aan veel zogenaamd passieve strategieën is dat beleggers toegang krijgen tot premiestrategieën tegen lagere kosten dan voorheen, toen actieve managers hoge fees vroegen voor iets wat uiteindelijk goedkoper kan worden gedaan via een systematische strategie.'

Hassine Konqui: 'Er is sprake van een ononderbroken reeks van beleggingsoplossingen. Van zuivere beta tot smart beta, factorbeleggen — wat steeds minder passief is — tot meer alpha en steeds meer actief. Een klant is bereid voor actief management en het genereren van alpha te betalen. Wil hij dat niet, dan biedt een systematische strategie uitkomst.'

Langer: 'Wij hebben het over de drie beleggingszuilen: passief, smart beta en traditioneel actief. Vandaag de dag kunnen beleggers een keuze maken uit verschillende rendementsmogelijkheden. Je kunt bijvoorbeeld de beta kopen en gaan voor een idiosyncratisch rendement. Onze klanten kijken naar de samenstelling van rendementen van een bepaald product - hoeveel beta, hoeveel alpha, wat gebeurt er? - en stellen de prijs daarvan vast.'

Hassine Konqui: 'Bij het construeren van een portefeuille heb je te maken met twee grote uitdagingen. Eén is de asset allocatie, die zorgt voor het grootste deel van de performance. De tweede uitdaging is de keuze van het beleggingsinstrument dat zorgt voor de efficiënte implementatie van de asset allocatie. Dit laatste is nieuw. De wijze waarop de portfolio geconstrueerd moet worden, verandert. Zelfs als je denkt passief bezig te zijn, gaat het toch om een actieve beslissing.'

Hoe ziet een en ander eruit vanuit het perspectief van de klant?

Han Dieperink: 'Klanten zien het anders: voor hen is passief zoals passief bedoeld is, namelijk dat je niet handelt. Actief betekent in de ogen van klanten dat er wel transacties worden gedaan. Als wij afwijken van de markt voor een lange tijd maar niet handelen, noemen wij dat actief beleggen, maar de klant vindt dat niet omdat er niet gehandeld wordt. Zij zien toegevoegde waarde in het doen van transacties en wij proberen ze uit te leggen dat dit niet het geval is: het gaat niet om het handelen maar om een goed resultaat, een goede performance. Wij denken vaak anders over het begrip actief dan veel klanten.'

Robert Koopdonk: 'Veel klanten, of het nu de retail-, wholesale-, institutionele-kant of wat dan ook betreft, besteden minder aandacht aan wat zij passieve beleggingen vinden. Het is echter heel belangrijk om je te realiseren dat bijvoorbeeld iets op een passieve manier implementeren niet noodzakelijkerwijs betekent dat je het kunt negeren of dat je er geen actieve beslissingen over hoeft te nemen. De asset allocatie is het meest aansprekende voorbeeld, die moet van tijd tot tijd aangepast worden.'



Westaway: 'De asset allocatie beslissing is uitermate belangrijk, maar te veel beleggers baseren hun actieve en passieve posities op slecht gedefinieerde voorkeuren. Ik denk dat we beter moeten laten zien waarom voor een actieve route wordt gekozen, hoe je vaststelt of er alpha in de strategie zit. De klant betaalt, dus heeft hij recht op een echt goede behandeling.'

Wat zijn de overwegingen om een actieve of passieve strategie te volgen?

Dieperink: 'De kosten zijn doorslaggevend. Tien, vijftien jaar geleden bedroeg de fee voor actieve fondsen in Nederland anderhalf, twee of zelfs drie procent. De vraag of je actief of passief moet beleggen is gemakkelijk te beantwoorden als het verschil in kosten relatief groot is. Daarbij is het de vraag of een actief fonds echt waarde toevoegt. In feite zijn de kosten voor actief management een versturende factor in de asset management industrie.'

Dragesic: 'Het is primair het gebrek aan rendement van actieve aandelenfondsen dat heeft geleid tot de groei van passief beleggen. Rendement is waar het uiteindelijk om draait. Rendement leidt ook tot een verschil tussen aandelen en vastrentend, gegeven dat de meeste aandelenmanagers hun passieve equivalenten niet verslaan en de meeste actieve vastrentende managers dat wel doen. Onze research toont aan dat meer dan zestig procent van de actieve vastrentende fondsen en ETF's hun passieve mediaan managers verslaan na kosten over een periode van één, drie, vijf, zeven en tien jaar.'

Ligt dat aan een gebrek aan transparantie met betrekking tot de rendementen?

Dieperink: 'De verschillende asset managers worden voortdurend met elkaar vergeleken. Dat leidt er, onder andere vanwege het carrièrerisico, toe dat zij geneigd zijn de index in hun aandelenportefeuille te repliceren. Dat moet veranderen: actief moet meer actief zijn. Voor echt actief management dat waarde toevoegt, kan een redelijke fee worden gerekend.'

Homan: 'Het tijdsperspectief is van groot belang. Als je bijvoorbeeld voor een maand overwogen wilt zijn in aandelen,

is het zinvol een passief instrument te kiezen in plaats van te proberen een actief fonds te vinden dat na een maand een outperformance laat zien.'

Dragesic: 'Onderzoek toont aan dat de horizon voor actief beleggen lang moet zijn. Je kunt een actieve manager niet beoordelen op een performance van een maand.'

Westaway: 'Zelfs succesvolle actieve managers doen het vaak niet goed. Wij hebben onderzocht hoe het kwart van de managers dat de index in de afgelopen vijftien jaar versloeg het in die jaren gedaan heeft. Het blijkt dat ze, verbazingwekkend genoeg, zeven, acht, negen, tien, elf jaar een underperformance hebben laten zien. Het selecteren van de juiste managers is moeilijk, dat doe je niet op een achternamiddag.'

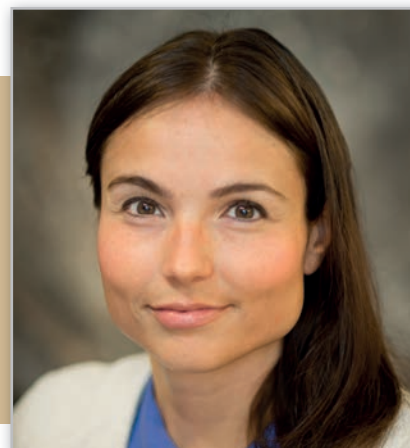
Dragesic: 'Vaak wordt aangenomen dat passief beleggen overeenkomt met de benchmark, maar dat is niet zo. Het is ongelooflijk moeilijk om met een passieve vastrentende strategie benchmarkrendementen te behalen.'

Hassine Konqui: 'Als je de juiste actieve managers selecteert, kun je een goede performance genereren ten opzichte van passief. Dit geldt voor die gebieden waar gebleken is dat actieve managers sommige risicopremies kunnen innen waartoe passieve managers niet in staat zijn. Passief gaat, zoals ik al zei, meer over het systematisch pakken van risicopremies. We zien dat het grootste deel van de outperformance van goede actieve managers verklaard kan worden vanuit een juiste timing van de factorselectie.'

Als de selectie van managers zo belangrijk is, betekent dit dan dat elke retailbelegger passief moet beleggen omdat hij niet of nauwelijks de capaciteit heeft om aan managerselectie te doen?

Dieperink: 'Ik denk dat de enige bron van alpha timing is. Veel van de outperformance, zeker in de afgelopen tien jaar, is ontstaan door meer risico te nemen, zo simpel is het. Toch moet je nogal sceptisch zijn over actief management. Immers, in de afgelopen vijftien jaar heeft 82 procent van de actieve fondsen het slechter gedaan dan de markt. In de laatste drie jaar was dat

> **Anna Dragesic** is Executive Vice President bij PIMCO in London. Als hoofd van PIMCO's credit product team in Europa, overziet zij wereldwijde en regionale credit strategieën. Voordat ze in 2009 bij PIMCO startte, werkte ze bij ScotiaBank in Toronto, meest recentelijk als Market Risk Manager voor rentederivaten. Dragesic heeft 10 jaar ervaring in de beleggings- en financiële wereld. Zij heeft een MBA van Wharton School aan de Universiteit van Pennsylvania en een bachelor's diploma van de Schulich School of Business aan de York Universiteit in Toronto.





> **Marlene Hassine Konqui** is Hoofd ETF Research bij Lyxor. Zij leidt de ETF Research Academy, die samen met wereldwijde academici werkt aan het verdere begrip en gebruik van ETF's. Zij focust zich in haar werk op fondsevaluatie – onder andere middels een jaarlijkse studie naar actieve versus passieve performance, waarbij meer dan 4.000 fondsen worden geanalyseerd. In 2013 was ze co-auteur van een rapport over de 'efficiency indicator'. Voordat ze bij Lyxor ging werken in 2009, werkte zij in equity derivative research bij Exane-BNP Paribas, Oddo&Cie en Kepler Equities. Hassine Konqui heeft een Post Masters in Finance van de Universit  Paris Dauphine en is member van de SFAF (Société Française des Analystes Financiers).

zelfs 92 procent. Ik geloof dat er nog steeds een rol is weggelegd voor actief management, maar dan moet er wel wat veranderen.'

Whiteley: 'Er is absoluut een rol voor actief management, zeker voor beleggers met een langetermijnhorizon.'

Dieperink: 'Als beleggingsstrategie is passief moeilijk te verslaan, omdat het de grootste strategie in de geschiedenis is en zij nog steeds groeit.'

Hassine Konqui: 'Een andere omgeving zou gunstig kunnen zijn voor het genereren van alpha. Nu de rente weer omhooggaat, komt er meer differentiatie in de markt. Dit zou allemaal kunnen zorgen voor opportuniteiten: meer granulatie in termen van passieve instrumenten of het genereren van alpha. Voor ons komt het erop aan de zone te selecteren waar het genereren van alpha gunstiger zou kunnen uitpakken, bijvoorbeeld in de Verenigde Staten en in Europa, waar de Franse verkiezingen achter de rug zijn.'

Betekent een keuze voor actief het hebben van een lange beleggingshorizon?

Dieperink: 'Ik heb het gevoel dat het selecteren van actieve fondsen niet alleen wordt gezien als een keuze voor de lange

termijn. Het gaat ook om het juiste fonds, of beter; de juiste asset manager, op de juiste tijd: hoe wil je de markt bespelen? Je moet kijken naar de onderliggende portefeuille, de beleggingsstijl, enzovoort. Dat wordt er niet makkelijker op vanwege het zogenaamde slimme denken, de robotisering. Maar als je het meer conceptueel bekijkt, is makkelijker te overzien met wat voor soort fondsen je nu in de markt aan de gang wil gaan.

Professor Robert Shiller heeft over narrative economics geschreven, over het vertellen van verhalen die relevant zijn voor economische schommelingen. De narratieve economie probeert te voorspellen welk soort verhaal de komende drie of zes maanden in de markt speelt. Dit helpt bij het selecteren van managers.'

Westaway: 'Het gaat om de vraag hoe je beslissingen neemt in het actief-passief-spectrum? Je moet in staat zijn te kunnen identificeren waar alpha is. Verder hoeveel onzekerheid er rond alpha is over de beleggingshorizon waarin je geïnteresseerd bent. En ten derde is belangrijk, hoewel vaak genegeerd, hoeveel tolerantie de klant heeft voor underperformance van de passieve index over een bepaalde beleggingshorizon. Er wordt wel beweerd dat actief beleggen met name effect heeft in opgaande markten, maar niet in neergaande. Daar is voorzichtigheid geboden, want fundamenteel gaat het om een zero-sum game. Gemiddeld genomen presteren alle beleggers als de index v or kosten.'

Langer: 'Ik raak enigszins in de war door al het gepraat over de markt verslaan en de beste managers. Wat ik wil is een gediversifieerde portefeuille bouwen. Veel beleggers waar wij mee praten, geloven niet langer in selectie, in timing. Zij willen een gespreide portefeuille hebben die over verschillende rendementsstromen beschikt. Om dat te bewerkstelligen hebben klanten advies nodig over wat zij moeten kopen en hoe zij waarde, die overigens op talloze manieren gedefinieerd kan worden, kunnen toevoegen.'

Whiteley: 'Inderdaad, de verschillende definities van value resulteren in verschillende rendementsstromen. Beleggingsadvies is dus van het grootste belang.'



Homan: 'Ik denk dat wij voor onze klanten waarde moeten toevoegen op alle niveaus: strategische-en technische asset allocatie, selectie, index en actieve producten. Als wij niet succesvol zijn, zullen onze klanten dat niet tolereren en naar een concurrent gaan of een stap terugdoen van actief naar passief.'

Koopdonk: 'In de praktijk blijkt dat niets voor altijd waar is. Markten en benchmarks veranderen voortdurend en daar moet op ingespeeld worden. Het is overigens vreemd dat Nederlandse pensioenfondsen, die vaak langetermijnverplichtingen hebben, door de toezichthouder worden gedwongen een kortetermijnstrategie te volgen zodat hun dekkingsgraad op peil blijft.'

Homan: 'Daar moeten we mee leven. Niemand begrijpt de markt volledig.'

Communiceren actieve managers hun performance op de juiste manier?

Homan: 'Dat moeten ze wel doen. Daarom is het kiezen van de juiste benchmark zo belangrijk.'

Langer: 'Ik denk dat je niet één, maar meerdere benchmarks moet volgen. Omdat alles voortdurend in cycli beweegt, moet een manager ertegen kunnen dat hij af en toe underperforms. Het is onmogelijk voor een manager altijd de beste te zijn. Als zijn benadering echter consistent is, komt zijn beleggingsstijl op een gegeven moment weer in de gratie.'

Westaway: 'Wij hechten belang aan specifieke beleggingsstijlen en strategieën en daar blijven we trouw aan. Dat vinden wij belangrijker dan alleen naar de rendementen te kijken.'

Waar in fixed income zit het meeste potentieel voor actief beleggen?

Dragesic: 'Het beleggen in obligaties biedt veel mogelijkheden voor actief beheer door het grote aandeel van niet-economische beleggers, zoals centrale banken, die andere doelstellingen hebben dan het maximaliseren van rendement. De diversiteit en

Ik denk dat de kosten voor actief management uiteindelijk omlaag zullen gaan: er komt een meer op kosten gebaseerde benadering in plaats van een percentage van de outperformance.

het grote aantal uitstaande obligaties maken het lastig om de markt te repliceren. Bijvoorbeeld, een bank heeft één aandeel, maar heeft vaak honderden verschillende obligaties, in verschillende valuta, looptijden en senioriteit. Er is ook meer nieuw uitgegeven papier in de obligatiemarkt ten opzichte van aandelen en deze papieren komen vaak met een kleine korting. Specifiek maken nieuw uitgegeven obligaties twintig procent uit van de obligatiemarkt, terwijl van aandelen nog geen één procent nieuw uitgegeven is. Ten slotte zijn obligatierendementen minder symmetrisch dan aandelen. Denk daarbij aan hoogrentende beleggingen met risico op faillissement, die actieve managers kunnen voorkomen terwijl passieve managers de markt kopen. Passieve managers alloceren daarnaast het meeste vermogen naar de bedrijven die de meeste schuld hebben uitstaan, dit is immers een afspiegeling van de index.'

Hoeveel van de toegevoegde waarde kan een asset manager bij de klant in rekening brengen?

Dieperink: 'Als je een heel sterke consistente generator van alpha bent en je kunt dat verklaren, dan kan je een groot deel van de outperformance, van de alpha, in rekening brengen. Als je echt goed bent, kun je bij wijze van spreken vragen wat je wilt.'

Homan: 'Een actieve manager moet zijn analisten betalen en zichzelf. Ik denk dat de kosten voor actief management uiteindelijk omlaag zullen gaan: er komt een meer op kosten gebaseerde benadering in plaats van een percentage van de outperformance. Dat laatste leidt tot beloningen die

> **Bob Homan** studeerde Economie aan de Universiteit van Amsterdam. Hij startte zijn carrière bij de Postbank. Homan werd in 2008 na bij enkele vermogensbeheerders gewerkt te hebben, hoofd van het ING Investment Office en is daarmee eindverantwoordelijk voor het beleggingsbeleid van ING voor haar Nederlandse klanten. In de media is hij het gezicht van ING wanneer het om beleggen gaat. Beleggers kunnen hem ook kennen als vaste gast van het tv-programma 'Voorbeurs' van RTL Z.





> **Robert Koopdonk** is Managing Director Benelux&Nordics bij Allianz Global Investors. Hij heeft ruim 23 jaar ervaring in sales en marketing. Hiervoor was Koopdonk directeur bij BNY/Alcentra London, verantwoordelijk voor Sales Institutional Clients Benelux en Scandinavië. Daarvoor was hij Managing Director Institutional en Wholesale Clients Benelux, France, CIS en Nordics bij Credit Suisse AM, verantwoordelijk voor de distributie van het Asset Management platform van CS en externe producten. Ook heeft Koopdonk gewerkt bij BlackRock/Merrill Lynch IM, Robeco, ING Group en was hij oprichter van Fundix.

vergelijkbaar zijn met die van de beste voetballers, zeg dertig miljoen. In onze business is dat absurd.'

Langer: 'Wij denken dat de fee voor actief management tussen de twintig en vijftig procent van de toegevoegde waarde kan zijn. Een smart beta strategie levert een premie op van misschien tien basispunten of zo iets. Laten we het hebben over fixed income. Ten eerste: de benchmark die door de fixed income manager wordt gebruikt is — met excuses — stompzinig, omdat daarin de grootste emittenten van obligaties het zwaarst wegen terwijl het vaak niet de beste debiteuren zijn. In de tweede plaats heeft het ons twee jaar gekost om enigszins betrouwbare databases over factor investing in fixed income te krijgen. Er kan alpha worden toegevoegd van ongeveer vijftig, zestig basispunten. Dat is niet fantastisch, maar in de huidige lage rente-omgeving toch substantieel.'

Is daarmee gezegd dat een actieve benadering de enige redelijke benadering in fixed income is?

Westaway: 'De uitdaging voor actieve managers is om strategieën te vinden die gesystematiseerd kunnen worden. Als dat meer bekend en begrepen wordt, kunnen ze goedkoper aangeboden worden. Uiteindelijk gaat het erom hoe asset managers de asset allocatie te gelde maken.'

Dieperink: 'Behalve in Nederland is er in Europa sprake van een grote verschuiving naar mixed funds.'

Hoe brengen we deze nieuwe strategieën aan de man?

Homan: 'Ik denk dat er meer producten ontwikkeld moeten worden. Daarover moeten wij klanten adviseren en ze helpen de verschillende opties te selecteren en te implementeren.'

Whiteley: 'Ik wil nog iets zeggen over de kosten. Waarom zouden er voor factorproducten niet enkele basispunten gevraagd kunnen worden? Factoren kunnen gesystematiseerd worden; steeds meer producten komen op de markt tegen steeds lagere kosten. Daarin ligt wellicht de toegevoegde waarde.'

Koopdonk: 'Wij zien meer waarde in multi-asset-achtige fondsen. De weg die wij volgen, bestaat uit een evenwichtige mix van asset classes of factoren.'

Hoe zou een aandelenportefeuille eruit kunnen zien wat betreft actief en passief?

Hassine Konqui: 'Op basis van onderzoek naar onder andere de performances van actief en passief, denken wij dat de optimale portfolio allocatie zou bestaan uit een derde traditioneel passief, een derde smart beta — zowel actief als passief — en een derde echt actief: het genereren van alpha. Het gaat om het zoeken naar de juiste beleggingsoplossing en die vervolgens op de meest efficiënte wijze implementeren om zo performance te genereren. De ontwikkeling van passief heeft ervoor gezorgd dat alle beleggingen transparanter zijn geworden, maar er is behoefte aan nog veel meer helderheid. Als je bijvoorbeeld besluit in een value-fonds te investeren, wil je er zeker van zijn dat het echt om een value-fonds gaat. Het is waar dat er veel value-definities en -indices zijn, maar het is ook waar dat er veel fondsen zijn die zich value-fondsen noemen maar dat in werkelijkheid niet zijn. Dat is ook de reden waarom er passieve value-fondsen zijn ontwikkeld: beleggers willen weten waarin zij investeren. Het kan ook zijn dat de naam van een fonds de lading niet dekt en je daardoor in aandelen zit die je eigenlijk niet wilt hebben.'



> **Bernhard Langer** is, Chief Investment Officer bij Invesco Quantitative Strategies. Hij begon zijn carrière in 1989 bij de Bayerische Vereinsbank, waar Langer leiding gaf aan het strategieteam vanaf 1992. Hij kwam in 1994 bij Invesco als portefeuillebeheerder aandelen en werd in 1996 Hoofd Aandelen en in 2000 Chief Investment Officer voor Duitsland. In 2002 nam Langer de verantwoordelijkheid over van de Quantitative Strategies Group (International). In januari 2009 werd hij CIO en verantwoordelijk voor de kwantitatieve beleggingsaanpak en de daaraan gerelateerde producten en cliënten met een team in New York, Boston, Frankfurt, Melbourne en Tokyo. Langer heeft een Masters in Business Administration, Economics and Banking van de universiteit van München en heeft een CFA titel.



Whiteley: 'Klanten moeten begrijpen dat market cap passief niet efficiënt is, want dat gaat gepaard met risico's die niet beloond worden, bijvoorbeeld overmatige concentratie. Dan kom je terecht bij factor investing en moet je met de klant praten over multi-factor investing. Er bestaat echter geen eenduidige manier om factoren te combineren in een multi-factor product. Er is een overvloed aan verschillende alternatieven, de duivel zit in de details van het combineren.'

Homan: 'Er zijn actieve managers nodig om de markten efficiënt te houden. Ik denk dat die altijd blijven bestaan, omdat elke eindklant zich wil aansluiten bij de best presterende manager. Nu proberen ze dat te bereiken door alternatieve beta en soortgelijke dingen, maar ooit gaat dat over. Wat nu de winnende strategie is, verandert weer. Uiteindelijk zullen beleggers altijd op zoek gaan naar goede actieve managers. Het is een menselijke eigenschap om tot de besten te willen behoren.'

Kan de keuze van de klant voor actief of passief psychologisch verklaard worden?

Homan: 'Elke asset manager heeft de plicht om de beste te willen zijn. Beleggen is een zero-sum game en veel beleggers willen bewijzen dat zij bij de betere helft horen. Dat kan op veel verschillende manieren bereikt worden, bijvoorbeeld door de juiste actieve manager te selecteren of zelf actief te gaan beleggen.'

Dieperink: 'Mensen met veel geld willen over het algemeen actieve fondsen kopen omdat zij niet de kans willen lopen niet het beste product te hebben. Dat is vaak niet verstandig, omdat de kosten relatief hoog zijn. Het kan veel beter zijn tegen lage kosten te beleggen in attractieve indexfondsen. Er is echter nog steeds ruimte om in actieve fondsen te beleggen, omdat een kleiner deel van de wereld niet in de index zit. Dat geldt bijvoorbeeld voor frontier marktets. In Azië maken veel nieuwe, innovatieve bedrijven die steeds groter worden, geen deel uit van de index. Verder worden bepaalde zaken genegeerd. Niemand koopt nu bijvoorbeeld Griekse staatsobligaties omdat zij in geen enkele index zijn opgenomen. Maar zij zijn zeker interessant, vooral als ze waarschijnlijk weer in de index komen.'

Hassine Konqui: 'Het voorgaande doet een aantal vragen rijzen over de toekomst van asset managers. Wij denken dat beleggers echt behoefte hebben aan managers die in staat zijn allerlei soorten beleggingsoplossingen aan te bieden, van passief tot smart beta tot de selectie van actieve fondsen. Verder denken wij dat er behoefte is aan het selecteren van managers die hun beleggingsprocessen baseren op onder andere kwantitatieve en macro-economische gegevens, factoren, enzovoort. De toekomst van de asset manager is waarschijnlijk dat hij voorstellen doet over al deze verschillende beleggingsoplossingen. Dat is goed in de zin dat actief niet verdwijnt. Integendeel: de manager wordt gestimuleerd.'

> **Peter Westaway** is de Hoofdeconoom van de Europese tak van de Vanguard-organisatie. Hij bezoekt klanten en belicht in artikelen wat de Vanguard-visie op actuele economische kwesties is en wat de beleggingsstrategische gevolgen zijn voor de lange termijn. Eerder werkte hij als hoofdeconoom bij Nomura International en was hij verbonden aan de Engelse Centrale Bank. Westaway studeerde economie en wiskunde aan de universiteiten van Cambridge en York. Als gasthoogleraar geeft hij les aan het Queen Mary College in Londen.





> **Simon Whiteley** is Senior Quantitative Strategist en verantwoordelijk voor het modelleren van risk premia. Hij kwam te werken bij Aberdeen door de acquisitie van SWIP, waar hij medeoprichter was van het Enhanced Index team in 2007. Daarvoor werkte Whiteley acht jaar bij BlackRock als Quantitative Analyst in het Value and Global Equity team. Whiteley heeft een MPhil in Management Studies van Clare Hall, University of Cambridge, een MSc in Operations Research van de London School of Economics en een BSDc in Applicable Mathematics van Birkbeck College. Hij is een CFA Charterholder.

Willen jullie tot slot nog iets zeggen?

Homan: 'Het verschil tussen actief en passief is misschien niet zo groot. Uiteindelijk gaat het bij allerlei soorten beleggingen om hetzelfde: beleggers willen rendement maken.'

Koopdonk: 'Actief en passief zullen vreedzaam naast elkaar blijven bestaan. Je kunt beargumenteren dat hoe meer er passief belegd wordt, hoe groter de kansen voor actieve strategieën worden, omdat markten niet efficiënt zijn. Hoewel de groei van passieve strategieën de afgelopen tien jaar indrukwekkend was, hebben traditionele actieve strategieën, ondanks het feit dat zij marktaandeel hebben verloren, toch wereldwijd een netto-instroom laten zien. Actief is verre van dood.'

Westaway: 'In zijn boek 'Winning the Loser's Game' schrijft de Amerikaanse belegger Charles Ellis dat de grootste fout van de passieve industrie de adoptie van het woord passief is. Het heeft een negatieve connotatie, terwijl het toepassen van een passieve strategie een goede actieve beslissing kan zijn.'

Whiteley: 'Actief beleggen is nog steeds attractief, zeker in bepaalde regio's van de wereld en met name in emerging markets, waar governance-issues spelen en de financiële data ontbreken om aan smart beta en factor investing te doen.'

Dieperink: 'De discussie in de asset management industrie over onder andere passief versus actief gaat door. Dat is positief: what does not kill you makes you stronger.'

Actief en passief zullen vreedzaam naast elkaar blijven bestaan. Je kunt beargumenteren dat hoe meer er passief belegd wordt, hoe groter de kansen voor actieve strategieën worden.

CONCLUSIE

De definitie van passief beleggen is zowel eenvoudig als ingewikkeld. Strikt genomen betekent passief beleggen het alloceren naar een markt en niet het beheren van vermogen. In de praktijk wordt passief beleggen vaak gezien als beleggen in een index die wijd en zijd bekend is. Beleggen in op maat gesneden indices als smart beta en daarop gebaseerde fondsen of ETF's, is actief. Er is sprake van een ononderbroken reeks van beleggingsoplossingen: van zuivere beta tot smart beta en factorbeleggen tot steeds meer alpha. Het is primair het gebrek aan rendement van actieve aandelenfondsen dat heeft geleid tot de groei van passief beleggen.

Rendement leidt ook tot een verschil tussen aandelen en vastrentend, gegeven dat de meeste aandelenmanagers hun passieve equivalenten niet verslaan en de meeste actieve vastrentende managers dat wel doen. Het beleggen

in obligaties biedt veel mogelijkheden voor actief beheer door het grote aandeel van beleggers, als centrale banken, die andere doelstellingen hebben dan het maximaliseren van rendement. De enige bron van alpha is waarschijnlijk timing. Veel van de outperformance, zeker in de afgelopen tien jaar, is ontstaan door meer risico te nemen. Als je als manager een sterke, consistente generator van alpha bent en je kunt dat verklaren, dan kan je een groot deel van de outperformance in rekening brengen. Uiteindelijk zullen de kosten voor actief management omlaaggaan: er komt een meer op kosten gebaseerde benadering in plaats van een percentage van de outperformance. Op basis van onderzoek naar onder andere de performance van actief en passief zou een optimale portfolio allocatie kunnen zijn: een derde traditioneel passief, een derde smart beta en een derde echt actief.