

Het Nieuwe Actief

Traditioneel actief / passief opnieuw beschouwd

Inleiding

Binnen institutioneel vermogensbeheer speelt de laatste jaren een discussie over actief beheer versus passief beheer. Bij pensioenfondsen is er een duidelijke trend waarneembaar naar passief beheer. Belangrijke overwegingen die in deze discussie een rol spelen zijn risico en rendement na aftrek van kosten: het netto rendement. Deze discussie wordt prominenter door de lage verwachte rendementen, waarbij kosten een steeds belangrijker gedeelte van het absolute rendement uit gaan maken. Daarnaast lijken toezichhouders meer comfortabel te zijn met passief beheer.

Wij onderschrijven dat het academische bewijsmateriaal aangaande klassiek actief beheer, dat kijkt naar het persistent kunnen toevoegen van rendement na kosten door beleggers, in een aantal publieke markten niet overtuigend is. Gelijktijdig betogen we dat elementen uit actief beheer veel waarde kunnen toevoegen aan klassiek passief beheer (index management), waardoor de portefeuille beter aansluit bij het meest wenselijke beleggingsprofiel van een pensioenfonds dan dat index management dat doet. In traditioneel actief beheer zijn deze elementen in sommige gevallen niet scherp benoemd, waardoor de doelstelling van actief beheer louter wordt vertaald naar het behalen van outperformance ten opzichte van een index op een relatief korte horizon. Door het specifiek benoemen van de elementen die waarde kunnen toevoegen valt te monitoren of toegevoegde waarde daadwerkelijk geleverd wordt.

Het doel van deze primer is om aan de as van het traditionele actieve en passieve beheer de dimensie reactief en pro-actief toe te voegen. Deze assen worden vaak met elkaar verward, waardoor passief beleggen mogelijkwerijs leidt tot reactief beleggen, waarmee waarde verloren kan gaan en beleggers mogelijkwerijs op langere termijn slechter af zijn. Pro-actief management voegt aan passief beleggen elementen uit actief beleggen toe en brengt het element van een lange beleggingshorizon nadrukkelijker in. De mate van pro-activiteit is afhankelijk van het type asset. Karakteristieken van een asset zoals liquiditeit, de wijze van samenstelling van het beleggingsuniversum en de aard van de rendementen bepalen de bijdrage aan de doelstelling van pro-actief beleggen en de mate waarin deze bijdrage te implementeren en te monitoren is.

De lijn van het stuk is als volgt: allereerst gaan we in op het conventionele denkkader. Vervolgens bespreken we mogelijke tekortkomingen van dit kader. Tenslotte komen we tot aanbevelingen met betrekking tot een mogelijke verfijning van het denkkader voor wat betreft inrichting van institutionele portefeuilles. Doel hiervan is om meer scherpte te brengen in de manier waarop we tegen de discussie omtrent actief versus passief beheer aankijken en een denkkader aan te reiken wat kan helpen om institutionele beleggers een consistent oordeel te laten vormen omtrent de te kiezen implementatievorm voor beleggingen.

Het aangereikte denkkader is een concept in ontwikkeling en is een uitnodiging tot het verder ontwikkelen van intelligente beleggingsoplossingen. Het dient derhalve niet gelezen te worden als een voorstel tot portefeuille-migratie of herinrichting van de portefeuille. We stellen evenwel voor om nader uit te werken hoe pro-actief verschillende beleggingscategorieën idealiter zouden moeten zijn, en dit per asset class te onderbouwen.

1. Het conventionele denkkader

Wat is het traditionele actieve beleggen?

Traditioneel actief beleggen houdt in dat een beheerder waarde probeert toe te voegen ten opzichte van een index, die vastgesteld is door een lijn van eenduidig vastgestelde criteria te volgen. De waarde toevoeging vindt plaats door het selecteren van beleggingen op basis van door de beheerder gekozen strategieën. Theorie veronderstelt dat de index die gebruikt wordt als benchmark het totale universum beslaat. De meeste economische theorieën veronderstellen dat bij een dergelijke inrichting van een universum het voor een beheerder lastig (zo niet onmogelijk) is om persistent deze waarde toe te voegen. Volgens de theorie is het daarom in risico/rendementsperspectief niet optimaal om te proberen om een actieve strategie – die immers ook kosten met zich meebrengt – te voeren. Voorts veronderstelt de theorie dat beleggingsrendementen normaal verdeeld zijn, en dat derhalve de kansen op buitengewone rendementen (zowel negatief als positief) zich volgens deze verdeling gedragen.

Wat is het traditionele passieve beleggen?

Het traditionele passieve beleggen houdt in het verwerven van de positie in een geselecteerde index, met als expliciet doel deze zo nauwkeurig mogelijk te volgen. Dit zal leiden tot een rendement gelijk aan de index, minus kosten. Kosten kunnen (deels) goedge maakt worden door securities lending, hoewel dit strikt genomen geen onderdeel is van een passieve strategie en ook risico inhoudt. Verder wordt de beslissing over de beleggingen die in de portefeuille worden opgenomen per definitie door de samensteller van de gekozen index genomen. Kostentechnisch is een passieve invulling superieur aan een actieve invulling omdat de kosten van onderzoek en onnodige mutaties door de beheerder uitgesloten worden. Impliciet veronderstelt een passieve implementatie dat de mutaties in de referentie index gering zijn, waardoor replicatie tot relatief beperkte omzet en marktimpact leidt. Dit hangt sterk af van de geselecteerde index.

Welke markten lenen zich volgens bovengenoemde definitie voor actief beleggen?

Voor een aantal beleggingsmarkten is door de verschijningsvorm als niet-beursgenoteerde markt duidelijk dat er geen indices zijn die passief gevolgd kunnen worden. De indices die er zijn voor deze categorieën – zo dit al het geval is – hebben een aantal belangrijke problemen. Ten eerste geven ze geen goed overzicht van het belegbare universum, omdat dit niet gekend is. Ten tweede zijn de indices niet repliceerbaar. Het blote feit dat instrumenten opgenomen zijn in een dergelijke index betekent dat de belegging reeds gehouden wordt door een belegger en dus niet nog eens door de rest van de markt gehouden kan worden. Dit speelt met name voor illiquide beleggingen. Ten derde zijn deze indices gebaseerd op zelfselectie door de keuze van beheerder om data beschikbaar te stellen aan de samensteller van de index, hetgeen logischerwijs een bias veroorzaakt. Ten vierde zijn de mutatiekosten zeer hoog of is tussentijds muteren zelfs onmogelijk. Ten vijfde zijn er geen transacties om tot een betrouwbare tussentijdse waardering te komen, dus geldt veelal dat de index een waarderingsindex is. Daarmee zijn feitelijk alle niet-beursgenoteerde beleggingen niet op een klassiek passieve manier in te vullen.

Voor beursgenoteerde instrumenten is het beeld meer diffuus. Omdat de instrumenten beursgenoteerd zijn, is continue prijsvorming in principe mogelijk en wordt het beleggingsuniversum als gekend verondersteld. De indices zijn doorgaans repliceerbaar, zij het tegen variërende en oplopende kosten al naar gelang de omvang en beschikbare liquiditeit en de mutatiegraad. Belegger dient zich te allen tijde af te vragen of het beleggingsuniversum op een juiste manier gedefinieerd en geselecteerd is. Zodra een index selectiecriteria hanteert voor wat betreft het afbakenen van een universum heeft dit verregaande implicaties voor de samenstelling van en de gewichten binnen de uiteindelijke beleggingsportefeuille¹. Daarom is benchmark selectie cruciaal. Omdat de index elementen gekend zijn en beschouwd worden als een juiste afspiegeling van de werkelijkheid, lenen beursgenoteerde producten zich in de basis goed voor een passieve invulling. In de praktijk is met name voor gewone aandelen aangetoond dat maar een zeer beperkt deel van de actieve beleggers persistent in staat is structureel waarde toe te voegen na kosten. Voor andere markten, zoals fixed income en vastgoed is het beeld meer diffuus. Voor alle markten is het verstandig om te kijken op welke wijze en in welke mate beheerder waarde kan toevoegen. Dit verschilt tussen beleggingscategorieën. Het volstaat evenwel niet om de scheiding tussen actief en passief louter en alleen op basis van de verschijningsvorm (al dan niet beursgenoteerd) te maken.

¹ Vaak ontstaan onderzoeken met het wijzen op zeer hoge correlaties tussen verschillende indices. Ondanks hoge correlaties kunnen zeer grote afwijkingen ontstaan, zeker doordat door de tijd heen indices hun regels wijzigen. Voor wat betreft de wegeningen speelt voorts dat toepassing van marktwerking tot perverse keuzes kan leiden.

2. Van het traditionele begrip naar de nieuwe dimensie van pro-activiteit

Een volledig passieve invulling volgens de klassieke definitie is reactief: de index provider past het universum aan, en ten gevolge daarvan reageert de belegger door aanpassing van zijn portefeuille. Deze reactieve invulling leidt tot een aantal beleggingsrisico's die we hieronder toelichten. Deze risico's staan diametraal tegenover de wens om bij passief beleggen de risico's juist te minimaliseren. Het is daarom zinvol om te kijken naar deze risico's en de wijze waarop deze gemitigeerd kunnen worden. Dit noemen we pro-actief beleggen.

In het onderstaande stuk gaan we in op zes elementen van activiteit die de basis kunnen vormen van een pro-actieve inrichting van beleggingen:

1. Voorkomen van substantiële drawdowns: 'luchtzakken' en het vermijden van short-termism
2. Beperken van de turnover (kosten)
3. Voorkomen van kuddegedrag
4. Versterken van het ESG profiel van de beleggingen
5. Waarborgen van kennis
6. Gebruik maken van de sturende werking van geld

1. Voorkomen van substantiële drawdowns: 'luchtzakken'

Institutionele beleggers streven een goed rendement op langere termijn na. Dat zou moeten betekenen dat de nadruk in de beleggingen ligt in het beperken van de drawdown van een asset, in plaats van het beperken van het relatieve risico. Index beleggen vergroot de kansen op een hoge drawdown vanwege het zelfselecterende effect van risicovolle assets in een index. De meeste klassieke indices kennen een marktgewogen (of een derivaat hiervan zoals free float) wegingsstructuur. De nadelen hiervan zijn evident: instrumenten die een geinflateerde waardering hebben danwel oververtegenwoordigd zijn door een marktdislocatie² wegen zwaarder in een benchmark index. We zien dit terug in de distributie van rendementen van verschillende beleggingscategorieën. Deze zijn niet – zoals de beleggingstheorie voorspelt – normaal verdeeld, maar kennen scheefheid en 'dikke staarten'³. Zo bepaalt bijvoorbeeld binnen een standaard Emerging Markets Credit index slechts 20% van de titels door een bovengemiddelde yield het totale indexrendement. Dit zijn doorgaans risicovollere issuers. Zeker in een omgeving die gekenmerkt wordt door lage (verwachte) rendementen is het zaak hier rekening mee te houden.

Drie instrumenten staan de belegger ten dienst om dit effect te neutraliseren: herbalancering op asset class niveau, het aanleggen van andere wegingsstructuren binnen de asset class (bijvoorbeeld equally weighted, minimum variance, etc.) en pro-actief management. In de literatuur én in de praktijk zien we momenteel een discussie ontstaan over lange termijnbeleggen, die deze elementen voor een belangrijk deel meeneemt. Een belangrijk element hierin is de notie dat het koppelen (chain-linken) van korte termijn rendementen per saldo een minder goed resultaat op langere termijn genereert dan het daadwerkelijk op lange termijn sturen van beleggingen. Verondersteld wordt dat lange termijn (en impliciet pro-actieve) beleggers ten opzichte van passief beheer meer kennis hebben over waarin belegd wordt, en dat voorafgaand aan de belegging een analyse gemaakt wordt van het lange termijn potentieel van de belegging. Dit voorkomt dat beleggingen gekocht worden uitsluitend ten behoeve van korte termijn (relatieve) risicobeperking, die deels ingegeven wordt door foutieve veronderstellingen t.a.v. het gedrag van instrumenten. Een langere termijn oriëntatie kan tevens voortdurende en kostenverhogende bijstellingen ten gevolge van keuzes van desamensteller van een index voorkomen. Zo leiden index inclusie criteria regelmatig tot aanpassingen die bovendien relatief vaak voorkomen in de minder liquide 'staart' van een index.

2. Beperken van de turnover (kosten)

Re-actief beleggen kan aanmerkelijke zichtbare en onzichtbare kosten met zich meebrengen. De zichtbare kosten betreffen veelal transactiekosten die gepaard gaan met replicatie. De onzichtbare kosten betreffen hoofdzakelijk de marktimpact die een grote belegger zal hebben. Naarmate de markt meer liquide is zal dit effect kleiner zijn.

De kostenlast van het verhandelen van instrumenten (Kpt) laat zich dus grosso modo formuleren als de kosten ten gevolge van de invloed op de markt (marktimpact) die impliciet zijn, plus de expliciete kosten van het verhandelen van de beleggingen:

$$Kp_t = AuMt * Index\ turnover_t * \sum (bid/offer_{it} * 2^{\Lambda} \alpha (transactieomvang_{it} / volume_{it})) + \sum (transactiekosten_i + fees_i + belastingen_i + \epsilon)$$

waarbij AuM het belegd vermogen op tijdstip t is en de index turnover het percentage vermogen in de index die aanpassing behoeft op tijdstip t. De marktimpact wordt

2 Bijvoorbeeld verstoringen van de markt door ingrijpen van monetaire autoriteiten.

3 Het is derhalve zinvol om niet alleen de tracking error van een mandaat te beschouwen, maar de conditionele Value at Risk (cVaR) of Expected Shortfall. Dit leidt tot een andere risicoperceptie.

4 Uiteraard kunnen bij actief management de transactiekosten oplopen, maar hier zijn het geen afgedwongen kosten, die voorts beheersbaar zijn.

beschreven door de som van de kosten van alle transacties, waarbij de kosten afhangen van de bid/offer spread, alsmede de relatieve omvang van de transactie als gedeelte van het marktvolume. Hoe hoger het marktvolume, hoe kleiner de invloed op de markt. De factor α^5 is een correctiefactor die ondermeer afhankelijk is van marktomstandigheden (volatiliteit). De factor ϵ betreft andere, niet genoemde kostenfactoren die verband houden met de transactie. Liquiditeit, gemeten als de transactieomvang/volume is derhalve cruciaal in de kosten. Zo zal deze voor global equities heel laag zijn, terwijl deze voor emerging market debt relatief hoog zal zijn. Analyse hiervan voor asset classes kan helpen de mate van gewenste pro-activiteit mede uit kostenooipunt vast te stellen.

3. Voorkomen van kuddegedrag

Beleggingstheorie veronderstelt rationeel handelende beleggers in een homogene markt. De realiteit is anders. In toenemende mate wordt de beleggingsmarkt gedomineerd door passieve beleggers, die uitsluitend op basis van de gekozen index beleggen. Deze beleggers vertrouwen op de markt om tot prijsvorming te komen⁶. Al deze beleggers worden geconfronteerd met exact dezelfde bewegingen in de portefeuille, en zullen hier dan ook op dezelfde wijze op reageren. Dit leidt – met name in stress – tot een stapeling van risico, terwijl idealiter diversificatie voordelen de portefeuille meer robuust zouden moeten maken.

Voor een aantal asset classes geldt dat er verschillende typen actoren in de markt aanwezig zijn. Dit is het meest duidelijk voor deelmarkten van een beleggingsuniversum, zoals beursgenoteerd vastgoed. De opname in generieke beleggingsuniversums houdt in dat er beleggers zullen zijn die in het product investeren om exposure te krijgen naar de specifieke karakteristieken van vastgoed, terwijl andere beleggers dit zoals hierboven beschreven doen om het universum te volgen. Dit kan leiden tot zeer forse dislocaties in prijsvorming van ondernemingen. Een passieve en reactieve belegger zal hier geen acht op slaan en zal grote dislocaties accepteren als zijnde de realiteit van de beleggingsmarkt. Een pro-actieve belegger zal hier evenwel anders mee omgaan en ingrijpen. Om dit te kunnen doen zijn er twee zaken nodig: de expertise om dislocaties vast te stellen en de beleggingsruimte om op te treden in geval van deze dislocaties.

4. Versterken van het ESG profiel van de beleggingen

In vervolg op het bovenstaande speelt dat we weten dat er beleggingscategorieën zijn waarbij korte termijn rendementen gestuurd worden ten koste van lange termijn rendement. Dit ten behoeve van – met name –

remuneratie. Dit is niet in het belang van de eindbelegger. Alleen door een pro-actief beleggingsbeleid zijn de perverse prikkels uit het systeem te halen. Het volstaat hier niet om dit slechts middels een uitsluitingenbeleid in te richten. Engagement is hierbij het belangrijkste instrument, en dit fungeert het best op het moment dat er een besef is dat dit geen vrijblijvende trajecten zijn. Bovendien zien we dat de normen met betrekking tot wat acceptabele investeringen zijn aan verandering onderhevig zijn. Denk hierbij aan tabak, farma en olie. Door een pro-actieve beleggingshouding kan ingespeeld worden op deze elementen. Vroegtijdige signalering van mutaties in de normen draagt bij aan het kunnen voorkomen van posities in 'stranded assets'; beleggingen die niet langer aan de normen voldoen en daarmee sterk in waarde afnemen. Dit kunnen beleggingen zijn die recentelijk nog aanzienlijke wegingen in indices vertegenwoordigden.

5. Waarborgen van kennis

Het volstaat voor een belegger niet om volledig agnostisch te zijn t.o.v. de beleggingen die beheerd worden. We weten uit de historie dat het denken over wat belegbaar is door de tijd heen aan verandering onderhevig is. Van een belegger mag daarom verwacht worden dat de beleggingen gekend zijn, zodat bij een dreigend uit het lood slaan van het universum de belegger kan optreden. Hiervoor is actuele en praktische kennis van de beleggingen gewenst die verder gaat dan het op hoofdlijnen kennen van de gedragingen van de beleggingen. Deze kennis is evenwel niet nodig bij een reactieve invulling van de portefeuille. Bij een reactieve inrichting zal kennis uit de beleggingsorganisatie verdwijnen, hetgeen op korte termijn een positief kosteneffect zal hebben. Daarentegen betekent dit op langere termijn een sterke inperking van de wendbaarheid van de organisatie om veranderingen in de beleggingsmarkt te herkennen, alsook inperking van de mogelijkheid om hier pro-actief op in te spelen en te innoveren. Behouden van diepgaande kennis van actuele ontwikkelingen op financiële markten en het juist duiden hiervan is ook belangrijk voor de kwaliteit van besluitvorming en advisering hieromtrent. Dat geldt voor alle schakels in de beleggingsketen: het vaststellen van het beleggingsbeleid, een kwalitatief hoogwaardige uitvoering van dit beleid en het toezicht hierop door de tweedelijns risk management functie.

6. Gebruik maken van de sturende werking van geld

Een passieve, re-actieve belegger zal moeilijker invloed kunnen uitoefenen op de ontwikkeling van het financiële systeem. Bij een puur passieve implementatie zal weinig energie gestoken kunnen worden in initiatieven om verbeteringen in de industrie te bewerkstelligen. Bovendien gaat het aan de kennis (zie punt 5) en de

⁵ Deze kan een waarde aannemen ≥ 0 maar zal doorgaans 1 zijn

⁶ Naarmate meer marktparticipanten een passieve invulling van hun beleggingen ontstaat dan ook de paradox dat prijsvorming minder efficiënt zal zijn.

toegang ontbreken om inhoudelijk het debat aan te gaan over vernieuwingen. De sturing van de ontwikkelingen wordt hoofdzakelijk overgelaten aan de ontwikkelaar c.q. samensteller van de gebruikte index, behoudens de ontwikkelingen die op het politieke vlak plaatsvinden. Een pro-actieve belegger daarentegen heeft de kennis en de ruimte om in te grijpen op ontwikkelingsbehoeften en kan bijdragen aan innovatie in de sector. De belegger heeft een visie over wat nodig is om de bestaande situatie te verbeteren, kan een actieve rol spelen in het afdwingen van verandering en een leidersrol vervullen in het realiseren hiervan. Door beleggingen te sturen naar cruciale sectoren die duurzaam werkgelegenheid bieden zoals de zorg of bijdragen aan de energietransitie realiseren we naast een goed rendement ook een toekomstbestendige portefeuille.

3. Pro-activiteit en wet-en regelgeving

In de liquide markten geldt dat relatief risico zich direct vertaalt in de hoogte van het vereist vermogen, terwijl het gelopen absolute/index risico in principe aanvaard wordt als zijnde een logisch uitvloeisel van de gekozen allocatie. Dit vertaalt zich in een situatie waarbij voor relatieve posities in aandelenportefeuilles (boven 1% tracking error) meer vereist eigen vermogen (VEV) moet worden aangehouden dan wanneer de index wordt gekocht. Met name in het geval van lagere dekkinggraden is het afwijken van een klassiek passieve implementatie daarmee relatief complex. Evenwel geldt dat in het

bijzonder in deze omstandigheden de in hoofdstuk 2 genoemde elementen in onze optiek zwaar(der) zouden moeten wegen, en dat de gehanteerde grens tussen het als passief en actief beschouwen van een belegging feitelijk van asset tot asset zou moeten verschillen. Het is daartoe belangrijk om de onderliggende risico's goed en pro-actief te beheersen en gelijktijdig het rendement op peil te houden. We denken dat pro-activiteit eisen stelt aan de rapportagelijnen, zodat bestuurders in staat zijn om de juiste afweging te maken en dat het verband tussen de in hoofdstuk 2 genoemde elementen en de gekozen afwijkingen helder onderbouwd kunnen worden.

4. Wat betekent pro-activiteit in de praktijk?

In de praktijk stellen we voor om elke beleggingscategorie langs de lat van bovengenoemde zes punten te leggen om te onderbouwen en vast te stellen welke mate van pro-activiteit wenselijk en haalbaar is. Dit kan uitgedrukt worden in een kwantitatieve opinie (acceptabel niveau van afwijking ten opzichte van een gekozen index), danwel in een kwalitatieve overweging (op welke gronden wordt gekozen voor afwijking en de onderbouwing hiervan). Daarmee kan de huidige zwart-witte invulling langs de lijnen van beursgenoteerd en privaat doorbroken worden en is een raamwerk mogelijk om per beleggingscategorie vast te stellen welke mate van (pro-)activiteit verstandig is en welke risicoruimte om af te wijken van de index hiervoor ter beschikking wordt gesteld.



Bob Rådecker
Chief Investment Officer Public
Markets



Hans op 't Veld
Head of Listed Real Estate
Markets

PGGM

Corporate Communicatie
Noordweg Noord 150
P.O. box 117, 3700 AC Zeist
T +31 (0)30 277 99 11
www.pggm.nl



Voor een waardevolle toekomst