



Rapport verkenning potentiële indexhuggers

Bevindingen en aanbevelingen voor aanbieders van actieve beleggingsfondsen

Mei 2016

Autoriteit Financiële Markten

De AFM maakt zich sterk voor eerlijke en transparante financiële markten.

Als onafhankelijke gedragstoezichthouder dragen wij bij aan duurzaam financieel welzijn in Nederland.

Inhoudsopgave

1	Samenvatting en aanleiding	4
1.1	Samenvatting	4
1.2	Aanleiding verkennend onderzoek naar indexhuggers in Nederland	5
1.3	Achtergrond en scope onderzoek	5
2	Uitkomsten	6
2.1	Wanneer kwalificeert een beleggingsfonds als indexhugger?	6
2.1.1	Active share	6
2.1.2	Tracking error	7
2.1.3	R-squared (R^2)	7
2.2	Wat is de omvang van indexhugging in Nederland?	7
3	Aanbevelingen ter voorkoming van indexhugging	9
3.1	Doorlopen van product approval and reviewproces (PARP)	9
3.2	Aanbevelingen voor beheerders van actieve beleggingsfondsen	9
3.2.1	Kosten in lijn brengen met de mate van actief beheer	9
3.2.2	Aanpassen beleggingsbeleid	10
3.2.3	Publicatie van relevante informatie voor beleggers	10
	Bijlage I Toelichting onderzoeksmethodiek	12
1.	Aanpak verkennend onderzoek	12
2.	Toelichting op gebruikte maatstaven en grenzen	12
2.1	Active share: grenswaarde op 60%	13
2.2	Tracking error: grenswaarde 3%	14
2.3	R-squared: grenswaarde 95%	14
	Bijlage II Uitgebreidere resultaten	15

1 Samenvatting en aanleiding

1.1 Samenvatting

De AFM heeft in 2015 een verkennend onderzoek naar de praktijk van indexhugging in Nederland uitgevoerd. De praktijk van indexhugging (ook wel bekend onder de term ‘closet indexing’) bestaat wanneer een beleggingsfonds¹ wordt gepresenteerd als een actief beheerd fonds terwijl het fonds in werkelijkheid de benchmark² (te) nauwgezet volgt en daarbij de kosten van een daadwerkelijk actief beheerd fonds in rekening brengt. Het blijkt dat een substantieel deel (8%) van de in Nederlands gevestigde actieve fondsen met een benchmark als potentiële indexhugger aangemerkt kan worden. Per eind 2014 hadden deze potentiële indexhuggers ongeveer een half miljard euro aan particulier belegd vermogen onder beheer. De lopende kosten van deze fondsen variëren grofweg van 0,5% tot 1%. De geïdentificeerde potentiële indexhuggers zijn met name fondsen die in een geografische deelmarkt of bepaalde sector beleggen. Deze potentiële indexhuggers beleggen zowel alleen in large caps als in een mix van large, mid en small caps en beogen allen een zelfgekozen benchmark te verslaan. Verreweg de meeste fondsen die in Nederland aan beleggers worden aangeboden, zijn echter fondsen die buiten Nederland zijn gevestigd. De AFM acht het daarom aannemelijk dat de hoeveelheid potentiële indexhuggers waar door Nederlandse retailbeleggers in belegd wordt aanzienlijk groter is. De AFM streeft ernaar - ter bescherming van beleggers - dat de in Nederland aangeboden fondsen geen indexhuggers zijn.

Wanneer een fonds te dicht bij de benchmark blijft dan is de potentie om op lange termijn toegevoegde waarde te bieden te klein om de hogere kosten te verantwoorden. De AFM vindt daarom dat actieve fondsen die kwalificeren als indexhugger het klantbelang onvoldoende centraal stellen. De AFM is van mening dat deze fondsen ofwel de informatieverstrekking en de kosten in lijn dienen te brengen met het relatief beperkte actieve beheer of het beleggingsbeleid dienen aan te passen zodat het fonds levert wat beloofd wordt. De AFM heeft de beheerders van de geïdentificeerde potentiële indexhuggers hierop aangesproken en zal optreden waar nodig.

¹ Ter bevordering van de leesbaarheid van het rapport wordt in dit rapport met ‘fonds’ of ‘beleggingsfonds’ een actief beleggingsfonds of actieve beleggingsmaatschappij bedoeld. Deze termen sluiten niet per definitie aan op de wettelijke termen in toezichtregelgeving. Onder ‘actief’ verstaat de AFM in dit rapport dat een fonds in het beleggingsbeleid zich ten doel stelt om door afwijkende keuzes van de zelfgekozen benchmark deze benchmark te verslaan. ‘Actief beheerd’ betekent in dit rapport dat op basis van de in dit rapport gebruikte indicatoren vastgesteld is dat er daadwerkelijk actief beheer plaatsvindt.

² Een benchmark is de vergelijkingsmaatstaf waaraan de fondsprestaties afgemeten kunnen worden. Vaak is dit een index of een indextracker die past bij het beleggingsuniversum van het fonds.

1.2 Aanleiding verkennend onderzoek naar indexhuggers in Nederland

De AFM heeft reeds in 2011 aanbieders van beleggingsproducten, waaronder beleggingsfondsen die mogelijk als indexhugger kwalificeren, opgeroepen kritisch te beoordelen of de producten voldoende toegevoegde waarde bieden aan particuliere beleggers.³ Naar aanleiding van signalen uit de markt, onderzoeken van consumentenorganisaties en onderzoeken door andere toezichthouders is de AFM in 2015 een verkennend onderzoek gestart naar de praktijk van indexhugging onder aandelenfondsen die in Nederland gevestigd zijn. In hoofdstuk 2 van dit rapport zijn de uitkomsten van dit onderzoek en de identificatiemethode om potentiële indexhuggers te kwalificeren, weergegeven. De AFM heeft ook een aantal aanbevelingen opgesteld die de beheerders van fondsen helpen om uiteindelijk alleen fondsen aan te bieden waarbij op evenwichtige wijze rekening is gehouden met de belangen van de retailbelegger. Deze zijn in hoofdstuk 3 van het rapport opgenomen.

1.3 Achtergrond en scope onderzoek

Het onderzoek van de AFM maakt onderdeel uit van het meerjarenprogramma 'kwaliteit van financiële producten en productontwikkelingsprocessen'. De doelstelling van het programma is dat klanten er op kunnen vertrouwen dat producten die ze aangeboden krijgen aantoonbaar het resultaat zijn van productontwikkelings- en evaluatieprocessen waarin op evenwichtige wijze rekening is gehouden met de belangen van de klant. Dit onderzoek sluit aan bij het eerdere [Public Statement](#) van de European Securities and Markets Authority ('ESMA') van 2 februari 2016 inzake de praktijk van indexhugging in de Europese fondsindustrie. In dit Statement heeft ESMA nationale toezichthouders opgeroepen om ook onderzoek te doen naar de praktijk van indexhugging. De AFM heeft hier reeds zelf invulling aan gegeven met dit rapport als voorlopig resultaat. In dit onderzoek heeft de AFM gebruik gemaakt van de methodologie die ook door ESMA is gebruikt en is in gesprek met andere Europese toezichthouders over dit onderwerp.

De eisen ten aanzien van het productontwikkelings- en evaluatieproces zijn vastgelegd in artikel 32 van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen (BGfo). Hoewel een groot deel van de onderzochte fondsen⁴ uitgezonderd is van dit artikel, is de AFM van mening dat de praktijk van indexhugging schadelijk is voor beleggers en vraagt daarom de aandacht van alle fondsbeheerders voor dit onderwerp.

³ Zie AFM Leidraad '[Actief en passief beleggen in het belang van de klant](#)', p. 18.

⁴ Beheerders van een instelling voor collectieve belegging in effecten zijn uitgezonderd van artikel 32 BGfo, het artikel is wel van toepassing op beheerders van beleggingsinstellingen.

2 Uitkomsten

2.1 Wanneer kwalificeert een beleggingsfonds als indexhugger?

De AFM beschouwt fondsen in dit onderzoek als actief wanneer zij zich in het beleggingsbeleid ten *doel* hebben gesteld om de benchmark te verslaan en dit trachten te bewerkstelligen door afwijkende keuzes te maken bij de invulling van de fondsportefeuilles. In dit onderzoek hanteert de AFM een identificatiemethode die gebaseerd is op wetenschappelijke literatuur en overeenkomt met de door ESMA gebruikte methodiek⁵. Met deze identificatiemethode kan worden bepaald welke van de aandelenfondsen, die worden gepresenteerd als actieve fondsen, zijn aan te merken als potentiële indexhuggers en welke als (daadwerkelijk) actief beheerde fondsen. De identificatiemethode maakt gebruik van de maatstaven 'active share', 'tracking error' en 'r-squared' (R^2). Een fonds kwalificeert als een potentiële indexhugger wanneer het voldoet aan de volgende criteria en grenswaarden:

- Het fonds hanteert een zelfgekozen benchmark die het beoogt te verslaan;
- De gemiddelde active share over een periode van drie jaar is lager dan 60%;
- De geannualiseerde tracking error is minder dan 3%;
- De R-squared (R^2) is 0,95 (95%) of hoger.

Hieronder volgt een korte toelichting op de maatstaven in de identificatiemethode. In bijlage I is een uitgebreidere toelichting te vinden op de gebruikte grenswaarden van deze maatstaven, de fondspopulatie en de algehele onderzoeksmethode.

2.1.1 Active share

De active share is het deel van de fondsportefeuille dat afwijkt van de samenstelling van de benchmark. Afwijken kan door middel van het aanbrengen van onder- of overwegingen in een aandeel (in geval van dit onderzoek) ten opzichte van de benchmark of door een aandeel in zijn geheel niet op te nemen in de fondsportefeuille danwel financiële instrumenten op te nemen die niet in de benchmark zitten. Een active share van 0% betekent dat een fondsportefeuille exact dezelfde aandelen in precies dezelfde weging als de benchmark aanhoudt. Active share laat daarom vooral zien in welke mate beheerders individuele aandelen selecteren of er juist van wegblijven. Een fonds met een lage active share wijkt weinig af van de benchmark waardoor in de praktijk het fondsrendement eerder dichterbij de benchmark zal liggen dan een fonds met een hogere active share (zie het voorbeeld in paragraaf 2 van bijlage I). Een benchmark kan immers alleen verslagen worden door er van af te wijken.⁶

⁵ Deze methodiek wordt beschreven in het ESMA Statement '[Supervisory work on potential closet index tracking](#)', 2 februari 2016.

⁶ Ook volgens DUFAS (Dutch Fund and Asset Management Association) kan de active share als hulpmiddel fungeren om closet indexers uit het te beleggen universum te zeven en daardoor de kans op vermijdbare teleurstellingen te verminderen. Zie DUFAS rapport 'Actief beleggen en passief beleggen' (2010), p. 31. Zie ook Jeffrey Schumacher, '[Kijk uit voor Closet Indexers](#)', 7 maart 2016, Morningstar.nl.

2.1.2 Tracking error

De tracking error volatility, kortweg tracking error of active risk, is een maatstaf voor de beweeglijkheid van de fondsprestaties ten opzichte van de prestaties van de benchmark. Tracking error lijkt op het 'relatief rendement' ofwel tracking difference: het verschil tussen het fondsrendement en het rendement van de benchmark over een bepaalde periode. De tussentijdse verschillen in de rendementsontwikkeling gedurende die periode worden echter niet in het getal van relatief rendement gevat. De tracking error toont de mate dat het fondsrendement afwijkt gedurende een bepaalde periode.⁷ De tracking error biedt daarom inzicht of het fondsbeheer leidt tot een afwijkende rendementsontwikkeling.

2.1.3 R-squared (R^2)

De r-squared is een maatstaf die aangeeft welk gedeelte van de rendementsontwikkeling van een fonds wordt verklaard door de rendementsontwikkeling van de benchmark. Een maximale r-squared van 1 (of 100%) geeft aan dat alle bewegingen in het rendement van het fonds volledig zijn terug te voeren op de bewegingen van de benchmark. Dus een fonds met een hoge r-squared heeft een portefeuille die sterk lijkt op de posities en wegen van de benchmark.⁸ R-squared biedt daarom ook inzicht in hoe actief een fondsbeheerder het fonds gedurende een bepaalde periode heeft beheerd.

2.2 Wat is de omvang van indexhugging in Nederland?

In tabel 1 zijn de uitkomsten van het onderzoek onder in Nederland gevestigde aandelenfondsen weergegeven. Het blijkt dat zeven actieve fondsen zeer dicht bij hun benchmark blijven en kwalificeren als potentiële indexhugger. Deze groep van zeven vormt, met een aandeel van 8% van de fondsen die beogen hun benchmark te verslaan, een substantieel deel van de onderzochte fondsen. Binnen deze groep wordt door de fondsen zowel uitsluitend in large caps als een mix van large, mid en small caps belegd. Onder de potentiële indexhuggers bevinden zich vooral fondsen die in een geografische deelmarkt of bepaalde sector beleggen. De totale lopende kosten⁹ die fondsbeheerders in rekening brengen voor deze fondsen variëren grofweg tussen 0,5% en 1,0%.

⁷ De tracking error kan *ex post* of *ex ante* gepresenteerd worden. Wanneer de tracking error over een bepaalde periode in het verleden wordt berekend is dit de *ex post* of gerealiseerde tracking error. De *ex ante* tracking error wordt doorgaans bepaald om beleggers een indicatie te geven van de te verwachten tracking error. De *ex ante* tracking error toont de mate van risico dat een fondsbeheerder ten opzichte van de benchmark neemt of kan nemen. Hoe hoger de *ex ante* tracking error hoe groter de vrijheid van de fondsbeheerder om van de benchmark af te wijken en daarmee een toename in de kans op een rendement dat boven of onder de benchmark uitkomt.

⁸ Zie R. Amihud & R. Goyenko, 'Mutual Fund's R2 as Predictor of Performance', *Review of Financial Studies* (2011), p. 1.

⁹ Verwacht in 2015.

Onder de in het buitenland gevestigde fondsen die aan Nederlandse retailbeleggers worden aangeboden, bevinden zich eveneens potentiële indexhuggers. Verreweg het grootste deel van de aandelenfondsen die in Nederland aan beleggers worden aangeboden, bestaat uit fondsen die buiten Nederland zijn gevestigd.¹⁰ De uitkomsten van dit onderzoek betreffen slechts de omvang van de in Nederland gevestigde potentiële indexhuggers per ultimo 2014. Dit rapport biedt daarom geen volledig beeld van de totale omvang van potentiële indexhuggers die in Nederland worden aangeboden.¹¹ Daarom is de hoeveelheid belegd vermogen van (Nederlandse) retailbeleggers in potentiële indexhuggers waarschijnlijk aanzienlijk groter.

De AFM is van mening dat actieve fondsen die kwalificeren als indexhugger het klantbelang onvoldoende centraal stellen. De praktijk van indexhugging schaadt de belangen van beleggers, omdat de werking van het product niet gelijk is aan wat beleggers (mogen) verwachten. De AFM heeft de fondsbeheerders van de geïdentificeerde fondsen hierop aangesproken en zal optreden waar nodig. De AFM is van mening dat de fondsbeheerders van deze fondsen zullen moeten evalueren of het fonds daadwerkelijk te weinig actief is. Wanneer dit het geval is, zullen zij de informatieverstrekking en de kosten in lijn dienen te brengen met het relatief beperkte actieve beheer of het beleggingsbeleid dienen aan te passen zodat de fondsen actiever worden. De slotsom kan evenwel zijn dat een fonds geen bestaansrecht meer heeft.

Tabel 1: *Potentiële indexhuggers gevestigd in Nederland per ultimo 2014*

Criteria	Beleggingsfondsen (in aantal en in %)	Retail beheerd vermogen (in € mln en %)
Totale populatie actieve aandelenfondsen met benchmark	85 (100%)	21.525 (100%)
Active share < 60% + Tracking error < 4% + R ² ≥ 95%	10 (12%)	581 (3%)
Active share < 60% + Tracking error < 3% + R ² ≥ 95%	7 (8%)	466 (2%)

¹⁰ Zie Cremers, Ferreira et al, 'Indexing and Active Fund Management: International Evidence' (januari 2015), p. 11-12, voor de in dit paper geïdentificeerde omvang indexhuggers per december 2010 van zowel in Nederland aangeboden als in Nederland gevestigde fondsen. De auteurs van dit paper hebben ter identificatie van indexhuggers voor de active share net als de AFM een grenswaarde van 60% gebruikt.

¹¹ In het buitenland gevestigde fondsen vallen niet dan wel slechts voor een klein deel onder Nederlandse toezichtregelgeving. Om deze reden zijn in dit onderzoek alleen fondsen betrokken die wel onder de reguliere nationale toezichtregelgeving vallen. Wel signaleert de AFM dat er fondsbeheerders zijn die zowel in Nederland als in het buitenland gevestigde fondsen aan Nederlandse retailbeleggers aanbieden. Dit zijn doorgaans fondsbeheerders die de fondsen dagelijks vanuit Nederland beheren, maar de fondsen juridisch in het buitenland hebben gevestigd.

3 Aanbevelingen ter voorkoming van indexhugging

De AFM moedigt ook andere fondsbeheerders - naast de fondsbeheerders van de zeven geïdentificeerde fondsen - aan om het eigen fondsaanbod kritisch tegen het licht te houden. In paragraaf 3.1 komen een aantal vragen aan de orde waaraan fondsbeheerders gedurende het product approval and review proces (PARP) aandacht kunnen besteden. In paragraaf 3.2 behandelen wij enkele aanbevelingen voor fondsbeheerders om te voorkomen dat de belangen van de klant (doorlopend) worden geschaad. De AFM moedigt fondsbeheerders (die zowel binnen als buiten Nederland gevestigde fondsen op de Nederlandse beleggersmarkt aanbieden) aan om onderstaande aanbevelingen te gebruiken bij een review van het eigen fondsaanbod.

3.1 Doorlopen van product approval and reviewproces (PARP)

Wanneer beheerders van beleggingsfondsen periodiek, of als daar aanleiding toe is, een productevaluatie uitvoeren van hun bestaande fondsen, is het van belang dat de beheerder vanuit verschillende invalshoeken nadrukkelijk aandacht besteedt aan de werking van het fonds en het belang van de klant. Dit geldt uiteraard ook voor nieuwe fondsen gedurende het productontwikkelingsproces. Vooral tijdens de ontwikkeling van een fonds dient aan de toegevoegde waarde van het fonds veel aandacht besteed te worden. De vraag of een actief fonds de juiste keuze is wanneer er sprake is van een beperkte mogelijkheid tot het voeren van een actief beleggingsbeleid, dient daarbij zeker aan de orde te komen. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn bij sectoren of (deel)markten met een relatief klein beleggingsuniversum. Een andere relevante vraag is welk kostenniveau redelijk is in verhouding tot de te verwachten mate van actief beheer van het fonds. Verder dient er aandacht besteed te worden aan de gekozen benchmark, zodat deze aansluit of blijft aansluiten bij de eigenschappen (met name beleggingsportfolio) van het fonds.

3.2 Aanbevelingen voor beheerders van actieve beleggingsfondsen

Hieronder volgen voor actieve fondsbeheerders een aantal aanbevelingen die kunnen bijdragen aan een propositie van actief beheerde fondsen die waarde toevoegen en doen wat de klant mag verwachten. Wanneer uit een periodieke evaluatie blijkt dat een fonds een (potentiële) indexhugger is, of wanneer dit blijkt gedurende de initiële ontwikkeling, dan dient er in elk geval aandacht te worden besteed aan de verhouding tussen de kosten en de mate van actief beheer en het aanpassen van het beleggingsbeleid.

3.2.1 Kosten in lijn brengen met de mate van actief beheer

Bij oprichting of review van het fonds dient de vraag gesteld te worden of de kosten in redelijke verhouding staan tot de mate van actief beheer dat kan worden c.q. wordt aangeboden. Voor sectorfondsen of fondsen die beleggen in een benchmark met een beperkt aantal posities en/of een grote weging van de top 10 aandelenposities is het de vraag of zij het nog kunnen verantwoorden om relatief hoge kosten in rekening te brengen terwijl er eigenlijk weinig actief beheer mogelijk is. Marktpartijen hebben aangegeven dat het nemen van actieve posities door dergelijke fondsen wordt bemoeilijkt door de beperkte keuze van aandelen en de risico's¹² die zijn

¹² Bijvoorbeeld marktrisico en concentratierisico's.

verbonden aan te grote afwijkingen. De AFM ziet daarin geen rechtvaardiging om voor feitelijk passief beheerde fondsen toch relatief hoge kosten in rekening te brengen.

3.2.2 Aanpassen beleggingsbeleid

Wanneer een fondsbeheerder zijn fonds als actief wil blijven aanbieden, beveelt de AFM aan om het beleggingsbeleid of de beleggingsactiviteiten aan te passen, met als doel een fonds aan te bieden dat in staat is om de benchmark te verslaan. In sommige gevallen (bijvoorbeeld bij sectorfondsen of fondsen die beleggen in een benchmark met een klein aantal posities en/of grote weging van de top 10 aandelenposities) kan het nodig zijn om een ruimer beleggingsbeleid op te stellen. De grenzen aan de mate van risico dat een fondsbeheerder kan nemen, zouden kunnen worden vergroot (bijvoorbeeld verruiming van de maximale *ex ante* tracking error).

In algemene zin is het hierbij wel van belang dat een verruiming van het beleggingsbeleid consequenties kan hebben voor meerdere aspecten van het fonds, zoals de doelgroep, het risicoprofiel en de gebruikte benchmark. Immers, het kan niet zo zijn dat de benchmark die gekozen wordt weinig relevantie heeft ten opzichte van de beleggingsportfolio van het fonds. Ook kan het niet zo zijn dat het risicoprofiel van het fonds verandert zonder dat beleggers en distributeurs hier actief van op de hoogte worden gebracht.

Als blijkt dat daadwerkelijk actief beheer niet goed mogelijk is door de eigen beleggingsrestricties of beperkingen van de markt waarin belegd wordt, ligt het voor de hand dat een beheerder voor deze sector of (deel)markt een passieve strategie met bijbehorend kostenniveau overweegt. Ook kan de slotsom zijn dat een fonds onvoldoende toegevoegde waarde biedt en geen bestaansrecht meer heeft.

3.2.3 Publicatie van relevante informatie voor beleggers

In het geval fondsbeheerders kiezen om een fonds als actief beheerd aan te bieden c.q. te blijven aanbieden is de informatieverstrekking hierover van groot belang. Beheerders zouden retailbeleggers, beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders beter kunnen faciliteren in het maken van een geïnformeerde beleggingsbeslissing door de publicatie van de volgende relevante fondsinformatie die doorgaans ook voor institutionele beleggers beschikbaar wordt gemaakt.

- *Publicatie van de active share*

Zoals eerder toegelicht biedt de active share van een fonds inzicht in de mate van actief beheer van een fonds. Deze maatstaf wordt nu in de meeste gevallen nog niet openbaar gemaakt, behalve in bepaalde gevallen voor institutionele klanten, zoals pensioenfondsen, waarmee de active share doorgaans wel standaard gedeeld wordt. Deze informatie is echter ook relevant voor beleggingsadviseurs, vermogensbeheerders en retailbeleggers. De AFM ziet daarom grote toegevoegde waarde in een maandelijkse publicatie of publicatie per kwartaal van de active share in de factsheet van een fonds of op de website van de fondsbeheerder. Een minderheid van de onderzochte fondsbeheerders publiceert de active share overigens al periodiek voor een deel van de aandelenfondsen. Indien fondsbeheerders ook de tracking

error beschikbaar stellen, worden beleggers verder in staat gesteld om te bepalen of de mate van actief beheer aansluit bij de verwachtingen.

- *Publicatie vergelijking top 10 holdings en weging van fondsportefeuille en benchmark, en grootste afwijkend ingenomen aandelenposities*

Een enkele fondsbeheerder publiceert de top 10 holdings en bijbehorende wegingen van het fonds en vergelijkt deze met de benchmark. Ook worden de top 10 grootste afwijkend ingenomen fondsposities getoond. Een belegger kan op basis van deze informatie een indicatie krijgen of een fondsbeheerder alleen bij aandelen met een geringe weging in de benchmark afwijkt of ook actieve posities inneemt bij de aandelen met een groter gewicht binnen de samenstelling van de benchmark. De AFM moedigt andere fondsbeheerders aan dit voorbeeld te volgen.

- *Publicatie beleggingsbeleid en beleggingsvrijheid fondsbeheerder*

Fondsbeheerders zouden naast de doelstelling ook de vrijheid of de grenzen van het beleggingsbeleid concreter en kenbaar kunnen maken. Fondsbeheerders zouden bijvoorbeeld de maximaal toegestane tracking error kunnen publiceren. Ook zou bij een aantal fondsen duidelijker geformuleerd kunnen worden in welk beleggingsuniversum een fonds kan en mag beleggen en in hoeverre dit gelijk is aan de posities van de benchmark. Door deze informatie te concretiseren en te publiceren verkrijgen beleggers inzicht in de mate waarin een fondsmanager ook daadwerkelijk actief beheer kan en mag voeren. Dit voorkomt voorzienbare teleurstellingen bij beleggers.

Bijlage I Toelichting onderzoeksmethodiek

1. Aanpak verkennend onderzoek

Om goed inzicht te krijgen in de omvang van het probleem van indexhugging heeft de AFM gesproken met verschillende fondsbeheerders en deskundigen en stond de AFM in nauw contact met ESMA. Bij zestien beheerders van beleggingsinstellingen ('fondsbeheerders') is informatie opgevraagd over 135 beleggingsfondsen en beleggingsmaatschappijen die vrijwel volledig of volledig long-only in aandelen beleggen¹³, gevestigd zijn in Nederland en aangeboden worden aan retailbeleggers. Deze fondsen beslaan grofweg 90% tot 95% van de in Nederland gevestigde aandelenfondsen. Dit is echter maar een klein gedeelte van het totale aanbod van actieve aandelenfondsen waar Nederlandse retailbeleggers in beleggen. De opgevraagde informatie bestaat onder andere uit de active share, de tracking error, totale lopende kosten, gehanteerde benchmark en het beleggingsbeleid van het fonds. Van deze 135 fondsen blijken 85 fondsen zich in de beleggersinformatie te presenteren als een actief fonds dat zich ten doel heeft gesteld om de gecommuniceerde benchmark te verslaan. Het onderzoek heeft zich gericht op deze 85 fondsen.¹⁴ Deze fondsen hadden per ultimo 2014 in totaal 21,5 miljard euro aan particulier belegd vermogen onder beheer. De AFM heeft in het onderzoek gekozen om de mate van actief beheer te relateren aan de door fondsbeheerders zelf geselecteerde benchmark.

2. Toelichting op gebruikte maatstaven en grenzen

De drie gebruikte maatstaven (active share, tracking error en R^2) benaderen de mate van actief beheer vanuit verschillende perspectieven. Active share geeft een indicatie van de mate waarin de fondsbeheerder individuele aandelen selecteert en hierbij afwijkt van de benchmark. R-squared en met name tracking error indiceren de blootstelling van de fondsportefeuille aan systematische risico's¹⁵ door de allocatie van groei- versus waarde-aandelen, valutaposities of de weging van bepaalde landen of sectoren binnen een fondsportefeuille. Doordat deze drie maatstaven elkaar aanvullen leidt een combinatie van deze maatstaven tot een goede identificatiemethode van potentiële indexhuggers die voorkomt dat verschillende stijlen van actief beheer ten onrechte als indexhugging worden gekenmerkt.

¹³ De AFM heeft voor dit verkennend onderzoek alleen naar aandelenfondsen gekeken, omdat een maatstaf als active share zich goed leent om actieve fondsen onder de loep te nemen. Zie ook M. Cremers & A. Petajisto, 'How Active is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance' Review of financial studies (2007).

¹⁴ Onder de geïdentificeerde potentiële indexhuggers bevinden zich overigens geen 'enhanced indexers'. Dit zijn fondsen die beogen een benchmark bij te blijven of te verslaan, daartoe een beperkt actief beheer voeren, en kosten in rekening brengen die aansluiten bij de lage mate van actief beheer. Uit het beleggingsbeleid van 22 fondsen blijkt dat deze actief beheerd worden, maar geen benchmark hanteren waaraan de fondsprestaties kunnen worden afgemeten. Voor deze fondsen kan geen (pure) active share worden uitgerekend en zijn derhalve buiten de voor de identificatiemethode relevante fondspopulatie komen te liggen.

¹⁵ Zie A. Petajisto, 'Active Share and Mutual Fund Performance', *Financial Analyst Journal*, vol. 4, nr. 4 (juli/augustus 2013).

Actief beheer wordt gezien als een noodzakelijke voorwaarde om de benchmark structureel te kunnen verslaan. Door meer af te wijken van de benchmark vergroot een beheerder het potentieel om de benchmark te verslaan. Een vaardig fondsbeheerder zal *in theorie* zijn talent dus beter benutten bij een grotere active share en wanneer hij binnen het beleggingsbeleid ook de vrijheid heeft om meer af te wijken van de benchmark.

Actieve posities binnen de fondsportefeuille kunnen ook resulteren in underperformance en een hogere active share of het vergroten van de tracking error zijn niet per se een indicatie of voorspeller van betere fondsprestaties.

2.1 Active share: grenswaarde op 60%

Een active share lager dan 60% wordt in de wetenschappelijke literatuur¹⁶, delen van de beleggingsmarkt¹⁷, de journalistiek¹⁸ en door consumentenbelangenorganisaties¹⁹ beschouwd als de grens om daadwerkelijk actief beheerde fondsen te scheiden van indexhuggers. De maatstaf active share is enigszins intuïtief en een grenswaarde bepalen is daarmee ook enigszins arbitrair. Petajisto, een van de grondleggers van de maatstaf active share legt dit als volgt uit: ongeveer 50% van de waarde die de benchmark vertegenwoordigt zal bovengemiddelde rendementen behalen waar de andere 50% onder het gemiddelde van het benchmarkrendement presteert. Dus wanneer een fondsbeheerder meer dan 50% van de benchmark in zijn fondsportefeuille aanhoudt (wat leidt tot een active share lager dan 50%), wordt een deel van de posities niet ingenomen om de benchmark te verslaan, maar om dicht bij de benchmark te blijven. Daarom kan een active share van 50% als absolute minimum worden gezien. Een active share van 60% impliceert dat de fondsbeheerder alleen de beleggingen selecteert binnen de groep aandelen die hij als de top 40% beschouwt.²⁰ In het onderzoek heeft de AFM de ondergrens van 60% gebruikt en sluit daarbij aan bij de meest gebruikte grenswaarde, zoals ook door ESMA is gehanteerd.

¹⁶ Cremers & Petajisto (2007), M.J. Mauboussin, *'Seeking Portfolio Manager Skill Active Share and Tracking Error as a Means to Anticipate Alpha'*, LM Capital Paper (2012), Th. Villalta, *'The Large-Cap Portfolio: Value Investing and the Hidden Opportunity in Big Company Stocks'*, Bloomberg Press, Wiley, NJ: 2012, p. 21. en Petajisto (2013) en Cremers, Ferreira et al. (2015), p. 11, voetnoot 18.

¹⁷ Zie o.a. Morningstar Study, *'Active Share in European Equity Funds: The Activeness of Large-Cap European Fund Managers Through the Lens of Active Share'*, 3 March 2016, Peter Ferket, CIO Robeco, in: *'Actieve fondsen moeten kleur bekennen'*, 6 februari 2015, www.robeco.com en Sander Zondag, CIO BNP Paribas, die fondsen met een active share van minimaal 80% als daadwerkelijk actief beheerd beschouwt, in: *'San Lie versus Sander Zondag'*, 30 december 2015, www.beurseffecten.nl en SCM Direct, *'Closet Indexation. The UK Epidemic continues'*, februari 2015 en Franklin Templeton Paper, *'What Matters Most. The Case for Active Risk Management'*, juli 2015.

¹⁸ Jaarlijks onderzoek door Financial Times Advisor, *'Closet tracker funds appear to double to 17. 2015 sees an increase in closet trackers'*, 15 juni 2015.

¹⁹ Bijvoorbeeld Better Finance en VEB, zie: *'Managers van fondsen in Nederlandse aandelen zijn hun geld niet waard'*, VEB Effect, september 2015, p. 27-29.

²⁰ Hierbij geldt wel dat het beleggingsuniversum en de benchmark gelijk zijn. Zie Petajisto (2013), p. 78-79 voor een uitgebreidere toelichting.

Voorbeeld impact kosten, lage active share en kans op outperformance

Fonds XYZ heeft een vaste active share van 40% en totale lopende kosten van 0,85% per jaar. Dit betekent dat 60% van de fondsportefeuille gelijk is aan de samenstelling van de benchmark en daarom dezelfde performance behaalt. De outperformance moet dus van de overige 40% komen. Eerst moeten de kosten goedge maakt worden. Die kosten kunnen alleen door de actief ingenomen posities (40%) worden goedge maakt. Dat betekent dat deze aandelen 2,13% meer rendement moeten genereren dan het passief ge positioneerde deel aandelen (60%). Om vervolgens ook nog de benchmark te verslaan met bijvoorbeeld 1% per jaar moet dit 40% - deel van de portefeuille nog eens 2,5% extra rendement behalen. Dat betekent in dit voorbeeld dat de actief ingenomen posities jaarlijks 4,63% meer rendement dan de samenstelling van de benchmark moeten behalen om de retailbelegger 1% aan outperformance te leveren.

2.2 Tracking error: grenswaarde 3%

In de identificatiemethode is een grens van 3% gebruikt. Deze grens ligt een fractie lager dan de grens die in andere onderzoeken is gebruikt.²¹ De AFM heeft voor een vaste grenswaarde gekozen, zodat fondsaanbieders en beleggers eenvoudig zelf de identificatiemethode kunnen hanteren zonder een percentage uit een fondspopulatie te moeten destilleren. Deze grens sluit bovendien aan bij de door ESMA gebruikte grenswaarde.²²

2.3 R-squared: grenswaarde 95%

Wat betreft de grens van 95% voor de r-squared maatstaf is deze gekozen, omdat dit percentage al geruime tijd een gangbare grenswaarde is ter identificatie van potentiële indexhuggers en bovendien gangbaar is voor passieve fondsen.²³ De AFM heeft de r-squared niet bij de beheerders opgevraagd, maar de openbaar beschikbare informatie van de fondsbeheerders zelf of de databases van Bloomberg of Reuters geraadpleegd. Voor de identificatiemethode is het criterium dat de r-squared van een fonds in enig jaar van de onderzoeksperiode minimaal 95% was.

²¹ Uit Petajisto (2013), p. 83, blijkt de gemiddelde tracking error van de geïdentificeerde indexhuggers in dit onderzoek op 3,5% ligt. Vanguard heeft de mediaan binnen de onderzochte fondspopulatie gebruikt als grenswaarde voor de tracking error. De gemiddelde tracking error kwam uit op 3,36%, zie Vanguard Research Paper, *'The search for outperformance: Evaluating 'active share'* (2012), p. 8.

²² Zie ESMA Statement 'Supervisory work on potential closet index tracking' van 2 februari 2016.

²³ Zie Jeffrey M. Laderman, *'Shining A Light On 'Closet Index Funds''*, *Businessweek*, 19 oktober 1997; R. A. Oppel Jr., *'MUTUAL FUNDS REPORT; The Index Monster In Your Closet'*, *The New York Times*, 10 oktober 1999; Senior Fund Analyst Morningstar Jeffrey Ptak in *'How To Spot A Closet Index Fund'*, *Bloomberg Magazine*, 5 september 2004; en Jason Kephart, *'Stock market correlation leads to 'closet' indexing'*, *InvestmentNews*, 30 september 2012. James Watkins hanteert een grens van 90% in zijn paper *'A Closer Look At The "Top" 401(k) Mutual Funds'*, 4 november 2015.

Bijlage II Uitgebreidere resultaten

Tabel A: *Uitgesplitste resultaten van in Nederland gevestigde aandelenfondsen per ultimo 2014.*

Criteria	Beleggingsfondsen (in aantal en in %)	Retail beheerd vermogen (in € mln en %)
Totale populatie actieve aandelenfondsen met benchmark	85 (100%)	21.525 (100%)
Active share < 60% per ultimo 2014	26 (31%)	2.098 (10%)
Active share < 50% per ultimo 2014	18 (21%)	1.760 (8%)
Active share < 60% + Tracking error < 4% + $R^2 \geq 95\%$	10 (12%)	581 (3%)
Active share < 60% + Tracking error < 3% + $R^2 \geq 95\%$	7 (8%)	466 (2%)

Autoriteit Financiële Markten
T 020 797 2000 | F 020 797 3800
Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam
www.afm.nl

De tekst is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. Door besluiten op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet langer actueel is wanneer u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – zoals bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van deze tekst.