



Achmea Investment Management

# Schone schijn: de 7 risico's van passief beleggen

Passief beheer heeft de schijn van veiligheid. Het is onze overtuiging dat met passief beheer verschillende risico's onderbelicht blijven – en daardoor onvoldoende worden beheerst. Actief beheer kan dit ondervangen. Dit artikel is niet de zoveelste wetenschappelijk onderbouwde stellingname in de actief-passief discussie. Beleggingsbeslissingen hebben per definitie een onzekere uitkomst. Wat we wel willen bereiken met dit artikel is een beter begrip van de inherente risico's van passief beleggen. Wij willen hiermee de discussie en de besluitvorming over actief/passief beleggen aanvullen en verrijken.

## Passief beleggen is de trend...

Binnen institutioneel vermogensbeheer is de discussie over actief-passief beleggen oeroud. Wij constateren dat vooral Nederlandse pensioenfondsen steeds vaker voor passief beheer kiezen. Daarin staan zij niet alleen. De afgelopen jaren zien we wereldwijd een duidelijke trend naar passief.

De discussie spitst zich vooral toe op het rendements- en (transactie)kostenaspect van actief beheer. Vaak luidt de vraag: 'Levert actief beheer na aftrek van de beheervergoeding (die meestal hoger is dan bij passief beheer) gemiddeld genomen een hoger rendement op?' Daarbij komt dat vermogensbeheerkosten in Nederland onder een vergrootglas liggen door vergelijkende onderzoeken van bijv. CEM en IBI<sup>1</sup>. Kostenminimalisatie lijkt hierbij een doel op zich – en daarbij komt de goede afweging tussen kosten en toegevoegde waarde nogal eens op het tweede plan.

Daar komt bij dat toezichthouders steeds hogere eisen stellen, onder meer aan het monitoren en toelichten van actief beleid, vooral ter verantwoording van de hogere beheervergoedingen. Dit betekent een extra belasting voor institutionele beleggers. Veel beleggers hebben echter een beperkt governance budget. Daardoor zijn zij gedwongen hun tijd en energie selectief te besteden en kiezen daarom soms gericht voor passief beheer. Last but not least: wetgever en toezichthouder benoemen actief beheer vaak specifiek als risico.

## Pleidooi voor actief beheer

Al deze argumenten laten zich samenvatten in de stelling dat passief beleggen een veilige keuze lijkt voor veel institutionele beleggers. Hierdoor blijven verschillende risico's van passief beheer echter onderbelicht en dus ook onvoldoende beheerst. In dit artikel pleiten wij ervoor om met actief beheer diverse risico's in de portefeuille te beheersen. Onze stelling: de risico's van passief beheer zijn te ondervangen door niet 'blind' de markt te volgen. Er zijn meer alternatieven. Daar is traditioneel actief beheer er één van.

Voordat we inhoudelijk op de risico's van passief beleggen ingaan, geven we eerst onze definitie van passief beheer.

## Onze definitie van passief beheer

Passief beleggen wordt vaak gezien als het volgen van een benchmark. Maar benchmarks zijn er in allerlei variaties. De meest zuivere vorm van passief beleggen is het volgen van 'de markt': een portefeuille wordt ingericht volgens de samenstelling en criteria van een marktgewogen benchmark.

Bij aandelen betekent dit een portefeuille op basis van marktkapitalisatie (het aantal uitstaande aandelen x de actuele koers per aandeel). Bij vastrentende waarden is het portefeuillengewicht dan afhankelijk van de totale uitstaande schuld per uitgever.

Met deze definitie is de keuze voor een alternatieve benchmarksamenstelling feitelijk al een actieve beslissing. Voorbeelden hiervan zijn een vastrentende waardenbenchmark op basis van BBP-gewichten (Bruto Binnenlands Product) of een gelijkgewogen aandelenbenchmark.

<sup>1</sup> CEM benchmark; Institutioneel Benchmarking Instituut

# Wat zijn de risico's van passief beleggen?

## 1 Gebrek aan kennis over de beleggingen

Beleggers spelen een belangrijke rol in het bepalen van de prijs waartegen overheden en ondernemingen zich financieren. Op basis van hun financiële analyses maken beleggers een inschatting van de waarde van elke potentiële belegging in hun universum. Bedrijven en overheden zijn voor het realiseren van hun begroting/bedrijfsvoering en investeringsprojecten afhankelijk van financiering door de markt. De markt heeft hier een belangrijke maatschappelijke functie: het inschatten van het toekomstperspectief van deze begrotingen en projecten en het bepalen tegen welke prijs zij dit wil financieren. Deze waardebeoordeling is cruciaal in een optimale aanwending van het beperkt beschikbare kapitaal.

Welk risico loopt de passieve belegger hier? Antwoord: het risico dat anderen in de markt de waarde van beleggingen bepalen. Een passieve belegger vormt zelf geen visie of een belegging overgewaardeerd of ondergewaardeerd is. Hij of zij volgt simpelweg de waardebeoordeling van anderen. Ook ontwikkelt een passieve belegger geen kennis of inzicht over de onderliggende gevoeligheden van een belegging.

## 2 Afhankelijkheid van benchmarkcriteria

Elke benchmark kent criteria die bepalen of een titel wel of niet in het benchmarkuniversum wordt opgenomen. Het universum is dus dynamisch: karakteristieken van beleggingen veranderen continu. Diverse onderzoeken hebben aangetoond dat inclusions en exclusions vaak op een ongunstig moment plaatsvinden. Ondernemingen worden opgenomen in een benchmark na een periode van goede rendementen en vaak verwijderd na een periode van slechte prestaties. Passieve beleggers kunnen hier niet op inspelen.

De afgelopen jaren hebben ook aangetoond dat toegekende ratings verre van stabiel zijn. Tijdens de financiële crisis in 2008 en de jaren erna was er een enorme toename in afwaarderingen, bijvoorbeeld van perifere landen zoals Griekenland en de financiële sector zelf. Passieve beleggers zien hierdoor het risico van hun portefeuille toenemen: zij worden gedwongen tot verkoop op het moment dat de issuer onder de minimumratinglimiet valt. Niet alleen heeft op dat moment een groot deel van de waardevermindering al plaatsgevonden, ook de kosten van 'gedwongen' verkopen kunnen hoog zijn.

## 4 Beperkte rol voor ESG-aspecten

Uitsluitingsbeleid, engagement (dialoog) en stemmen op aandeelhoudersvergaderingen vinden weliswaar beperkt plaats bij passief beheer, maar bieden minder mogelijkheden voor adequaat ESG-beleid. Ook de effectiviteit ervan is lager voor een passieve belegger. Een passieve belegger kan niet met de voeten stemmen (verkopen) zodra een engagementprogramma niet het gewenste resultaat oplevert. Een actieve belegger kan dat wel.

Een passieve belegger heeft bovendien geen weet van het ESG-risico van de onderliggende beleggingen. Hij of zij profiteert ook niet van de toegevoegde waarde van het integreren van ESG-factoren in het beleggingsproces. Een actieve belegger kan bijvoorbeeld het risico van gestrande activa meenemen in zijn beleggingsbeslissingen, zoals het voorbeeld van het Duitse energiebedrijf RWE laat zien. Na de nucleaire ramp in Fukushima in 2011 besloot de Duitse overheid tot een transitie van fossiele energie naar zonne- en windenergie. De nucleaire energieopwekking werd versneld gesloten en de overheid ging wind- en zonne-energie fors subsidiëren. Gevolg: een sterke daling van de energieprijzen in Duitsland. Op sommige momenten kan nu volledig worden voorzien in de energiebehoefte door wind en zon. Deze ontwikkelingen raakten RWE in het hart; haar nucleaire centrales worden gesloten, de kolencentrales zijn nauwelijks rendabel en de meeste gascentrales zijn in de mottenballen gelegd. De winst is gekelderd en beleggers hebben het vertrouwen in RWE verloren.

## Als alle beleggers passief beleggen, loopt de economie vast...

In de (theoretische) situatie waarin alle beleggers passief zouden beleggen, en dus 'domweg' benchmarks zouden volgen, dan zouden economie en financiële markten vastlopen. Of overheden en bedrijven in hun financieringsbehoefte kunnen voorzien, hangt dan volledig af van de vraag of de uitgifte wordt opgenomen in de standaardbenchmark. Wanneer een nieuwe uitgifte niet wordt opgenomen in de standaardbenchmark, zou dit voor de overheid of onderneming betekenen dat er geen financiering kan plaatsvinden. Wanneer de nieuwe uitgifte wel wordt opgenomen in de benchmark, wordt deze door passieve beleggers simpelweg gekocht naar rato van het gewicht in de benchmark. Zonder actieve beleggers ontbreekt dus het maatschappelijk gewenste prijsbepalende mechanisme.

## 3 Weinig focus op kostenbeheersing

Passieve beleggers willen veelal tegen lage kosten een benchmark volgen. Beleggers die hun vastrentende portefeuille passief willen inrichten, kunnen bedrogen uitkomen. De dynamiek van het vastrentende universum is hiervoor te groot. Nieuwe leningen worden in hoog tempo uitgegeven door bestaande of nieuwe toetreders die de risicokarakteristieken (zoals duratie, rating en samenstelling van het universum) beïnvloeden. Als voorbeeld: in 2015 werd er voor € 530 miljard aan nieuwe, in euro gedenomineerde bedrijfsleningen uitgegeven en voor € 420 miljard afgelost. Dit is 15-20% van de totale marktwaarde van het universum! De dynamiek in het universum is dus enorm. Een actieve belegger kan slim op deze dynamiek inspelen en op die wijze de kostendruk beheersen. Dit komt uiteindelijk ten goede aan het rendement.



## 5 Reputatierisico

In het verlengde van het voorgaande speelt ook een reputatierisico. Onze maatschappij spreekt beleggers steeds meer aan op hun betrokkenheid bij hun beleggingen en op het normatieve kader dat zij hanteren. Dit gebeurt via de publiciteit, maar ook via NGO's en (vertegenwoordigers) van de deelnemers. Door daadwerkelijk kennis te nemen van de beleggingen en een normatief kader te hanteren waarop het uitsluitingsbeleid wordt gebaseerd, kan de belegger het reputatierisico beter beheersen.

### Voorbeeld 1 Zembla-uitzending: 'Het clusterbom gevoel' (2007)

Zembla bracht naar buiten dat Nederlandse pensioenfondsen beleggingen hadden in wapenbedrijven die clusterbommen en landmijnen produceerden. Ook bleek dat zij investeerden in bedrijven die het milieu ernstige schade toebrachten en in producenten die gebruik maakten van kinderarbeid. Reacties waren: "Onze strategie is om een aantrekkelijk rendement te realiseren. De ondernemingen die in de wapenindustrie opereren, laten soms een aantrekkelijk rendement zien". Nu zijn deze beleggingen in fabrikanten van clusterbommen bij wet verboden.

### Voorbeeld 2 Het uitsluiten van staatsobligaties van landen die vallen onder het sanctiebeleid van de Nederlandse overheid (Sanctiewet 1977)

### Voorbeeld 3 Beleggingen waarover maatschappelijke discussie is ontstaan

Voorbeelden zijn beleggingen in landen (Rusland of Oekraïne) of ondernemingen zoals Wal-Mart (geverifieerde betrokkenheid bij het schenden van arbeidsnormen/ vakbondsrechten in de VS), de tabaksindustrie (schaden de financiële banden met de tabaksindustrie de geloofwaardigheid van bepaalde beleggers meer dan andere?) of Israëlische banken (betrokkenheid bij de bouw van joodse nederzettingen in bezet gebied). Actueel voorbeeld: farmaciebedrijf Mylan dat spierverslappers maakt die worden gebruikt bij de uitvoering van de doodstraf in de VS.

## 6 Concentratierisico

Passief beleggen introduceert concentratierisico's die mogelijk ongewenst zijn. Zo hebben benchmarks van staatsobligaties en credits het hoogste gewicht in de landen en ondernemingen met de grootste schuld. Bij benchmarks van aandelen krijgen ondernemingen met de grootste marktkapitalisatie (beurskoers x het aantal uitstaande stukken) het grootste gewicht. Een passieve belegger zal bij bubbelvorming rond een aandeel of sector een steeds groter gewicht aan deze belegging toekennen. Grote concentraties door bubbelvorming worden op lange termijn vaak door de markt gecorrigeerd, maar passieve beleggers kunnen zich niet beschermen tegen het klappen van zo'n bubbel.

Correcties zijn van alle tijden. Ver achter ons liggen de tulpenmanie uit de zeventiende eeuw en de spoorweggekte uit de achttiende eeuw. Recente voorbeelden zijn er ook: het wereldwijd uiteenspannen van de TMT-zeepbel aan het begin van deze eeuw, de financiële crisis in 2007/2008 en de recente val van de aardolieprijs. In de obligatiemarkt is Griekenland een veelzeggend voorbeeld.

## 7 Beperkte aansluiting op de doelstelling van de belegger

Op het niveau van de totale portefeuille speelt nog iets anders. Passief beleggen levert niet noodzakelijk de (sub)portefeuilles op die het best aansluiten bij de algemene doelstelling van een belegger. Zowel de aandelen- als de obligatiemarkten zijn zeer divers. Zo divers dat door je als belegger specifiek te richten op deelsegmenten van de markt er een heel ander (meer gewenst) risico-/rendementsprofiel kan ontstaan. Voorbeelden hiervan zijn strategieën die zich richten op een hoog inkomen uit dividend, een beperkter neerwaarts risico, een lager absoluut risico of strategieën die het relatief goed doen bij dalende rentes.

Een pensioenbelegger legt vaak nadruk op langlopende en zo zeker mogelijke kasstromen. Vaak komt dit alleen in de bepaling van het strategisch beleggingsbeleid tot uiting, bijvoorbeeld in het rente-afdekkingsbeleid en in de strategische portefeuillesamenstelling, met bijvoorbeeld aandacht voor vastgoed en infrastructuur. Minder gebruikelijk (maar niet minder interessant!) is het om deze doelstelling ook door te vertalen naar de invulling van een aandelenportefeuille. Beursgenoteerde ondernemingen zoals vliegvelen, tolwegen of nutsbedrijven leveren doorgaans kasstromen op die tot in de verre toekomst stabiel én voorspelbaar zijn. Dit vertaalt zich vaak in een relatief hoog dividend, maar ook in een lagere volatiliteit van de beurskoers. Een passieve belegger laat de mogelijkheid aan zich voorbij gaan om de portefeuille meer te richten op zijn doelstelling(en).



## Conclusie

Wij vinden dat de toegevoegde waarde van actief beheer zich niet beperkt tot het nagestreefde extra rendement. Actief beheer biedt op diverse punten de mogelijkheid tot beter risicobeheer in de portefeuille. Wij zijn ervan overtuigd dat deze adequate beheersing van risico's op termijn leidt tot een stabiel(er) financieel resultaat. De vaak hogere beheervergoedingen van actief beheer kunnen deels worden beschouwd als een verzekeringspremie die bescherming biedt tegen grote (financiële) tegenvallers. Dit vraagt van een belegger een goede afweging tussen de kosten van actief risicobeheer en de toegevoegde waarde ervan.

### Voordelen actief beheer in vogelvlucht:

- een beter risicobeheer in de portefeuille
- op termijn een stabiel(er) financieel resultaat
- bescherming tegen grote financiële tegenvallers
- extra rendement
- meer maatschappelijk verantwoord

In dit artikel zijn we steeds uitgegaan van de definitie van passief beleggen aan het begin. In de praktijk kent passief beleggen meer nuances en zijn er diverse grijsstinten tussen actief en passief. Een besluit over het afwijken van marktwegingen hoeft niet perse bij de uitvoerende vermogensbeheerders te liggen, maar kan ook een strategisch besluit van de belegger zijn. Een deel van de genoemde risico's kan namelijk worden ondervangen door een aangepaste benchmark te hanteren, bijvoorbeeld een low volatility benchmark voor aandelen of een BBP-gewogen benchmark voor staatsobligaties.

Een deel van de risico's van passief beleggen kan in het strategisch beleid worden ondervangen door bijvoorbeeld een andere benchmark te kiezen. Het is echter onze overtuiging dat andere risico's alleen optimaal beheerst kunnen worden door tactisch actief beheer. Alleen de professionele vermogensbeheerder heeft de kennis, de kunde en de tijd (!) om zich continu te verdiepen in de actuele risico's en hier tijdig en effectief op in te spelen. Actief beheer blijft daarom onmisbaar.

### Met dank aan de auteurs:

Coen van de Laar (Senior Strategist)

Ruud de Ruijter (Cliënt Portfolio Manager)

Marc Hutten (Senior Investment Specialist)

Rik Bekkers (Senior Investment Specialist)

[www.achmeainvestmentmanagement.nl](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl)

### Wilt u meer weten?

Neemt u dan contact op met:



Marc Hutten  
Senior Investment Specialist  
[marc.hutten@achmea.nl](mailto:marc.hutten@achmea.nl)



Rik Bekkers  
Senior Investment Specialist  
[rik.bekkers@achmea.nl](mailto:rik.bekkers@achmea.nl)