

Kijk uit voor actieve beleggers die het iets beter willen doen dan de markt

Bendert Zevenbergen

Actief beleggen is een kostbare zaak. PGGM houdt er even mee op.

Pensioenfondsen en particulieren kunnen belangrijke lessen trekken uit de stap die PGGM recentelijk heeft gezet. De vermogensbeheerder, die bijna €90 mrd belegt voor het Pensioenfonds Zorg en Welzijn, zette de afgelopen maanden al zijn actieve beleggers buiten de deur. Een belangrijk signaal, want voorloper PGGM heeft zijn actieve beleggers al drie jaar geleden apart gezet om zo hun beleid en hun succes eens goed in kaart te brengen. Veel institutionele beleggers zijn dit pas later gaan doen, of zijn hier zelfs nog helemaal niet aan toe.

PGGM bleek na lang studeren genoeg te hebben van het soort beleggers dat het zelf als 'traditioneel actief' aanduidt. Dit zijn beleggers die met kleine gokjes een index proberen te verslaan, zoals de S&P500-index of de AEX. In principe kopen deze beleggers een hele index volgens de voorgeschreven gewichten. Vervolgens nemen ze net een paar procent meer van een aandeel in portefeuille waarvan ze denken dat dit het goed zal doen, zeg Ahold, terwijl van een ander fonds, bijvoorbeeld Aegon, juist wat minder wordt gekocht. Stijgt Ahold harder dan het gemiddelde van de index en zakt Aegon bovendien weg, dan scoort de actieve belegger beter dan de marktindex.

De traditionele actieve fondsen worden door bijna alle grote vermogensbeheerders aangeboden. Robeco heeft ze, net als ABN Amro, Fortis, ING en natuurlijk grote Amerikaanse partijen als Fidelity, JPMorgan en obligatiebelegger Pimco. En veel particulieren hebben er wel in belegd. Is het niet direct, dan wel indirect via hun pensioenfonds, beleggingshypotheek, lijfrenteverzekering, levensloopregeling of ander individueel beleggingsproduct.

Het voordeel van de traditioneel actieve fondsen is natuurlijk dat ze inderdaad de markt achter zich kunnen laten, als alles tenminste mee zit. Het nadeel is hun relatief hoge prijs. Particulieren in actieve aandelenfondsen betalen circa 1,2% van de inleg, terwijl een fonds dat precies volgens de index belegt minder dan de helft in rekening brengt. Professionele beleggers als PGGM betalen voor actieve beleggers 20 tot 50 basispunten en voor een echt indexfonds slechts 5 basispunten.

PGGM ging rigoureuus te werk. De vermogensbeheerder ontsloeg maar liefst vijftien externe actieve vermogensbeheerders en doekte daarnaast de eigen interne afdeling voor actief beleggen op. In totaal ging het om € 10 mrd die werd teruggetrokken. Het grootste deel hiervan belegde PGGM bij partijen die niets anders doen dan precies een bepaalde index volgen.

Er is een reeks van technische verklaringen voor de strategische wijziging die PGGM doorvoerde. Een daarvan is dat het bleek dat verschillende actieve beleggers tegengestelde visies inzetten. Zo zou een externe aandelenbelegger relatief veel banken in portefeuille kunnen nemen, omdat hij denkt dat de rentecurve



Met de benen op het bureau zijn heel behoorlijke beleggingsresultaten te halen.

Foto: Getty

Gevestigde belangen Beleggingsindustrie verdient minder aan indexproduct dus brengt zij het niet aan de man

steiler wordt. Op hetzelfde moment zou een obligatiebelegger juist relatief veel langlopend papier in bezit kunnen hebben, omdat hij het tegenovergestelde denkt. Hoe de curve zich dan ook beweegt, de totale extra winst voor PGGM is dan nul, maar het moet wel tweemaal de kosten voor zijn actieve beleggers betalen.

Uiteraard is de belangrijkste reden voor de draai geweest dat de actieve beleggers die PGGM in dienst had, gewoon onvoldoende of helemaal niet in staat waren om de index te ver-

slaan. Over heel 2007 boekten zij een relatief verlies van €500 mln ten opzichte van het marktgemiddelde. De jaren ervoor was PGGM nou ook niet bepaald gelukkig.

Wetenschappers kijken niet op van de verliezen. 'Eigenlijk wijzen alle studies erop dat actieve beleggers bij de index achterblijven', zegt hoogleraar Rob Bauer van de Universiteit van Maastricht. 'Het gros van de wetenschappers legt zich hierbij neer, maar er zijn er altijd die menen dat de markt structureel te verslaan is.'

De redenering is simpel. Waar de een wint, verliest de ander. Actieve beleggers kunnen niet met z'n allen de markt verslaan. Na aftrek van beheerkosten komen actieve beleggers er dan als totaal slechter uit dan de partijen die braaf en goedkoop precies een index kopiëren.

De uitkomsten van een onderzoek dat Bauer zelf deed, bevestigen dit beeld. De 1700 Amerikaanse pensioenfondsen die hij samen met enkele collega's van de Universiteit van Toronto onderzocht, blijven tussen 1992 en 2004 met hun actieve beleggingen jaarlijks 0,12% achter bij de index. De ruim 23.000 Amerikaanse beleggingsfondsen maken voor hun particuliere beleggers over deze periode een relatief verlies van 2,78% per jaar. In Canada is het beeld niet veel anders, al weten de bijna duizend onderzochte pensioenfondsen de index wel met 0,76% te verslaan. De ruim zeshonderd Canadese beleggingsfondsen leggen echter weer jaarlijks 2,6% op de index toe.

Dat pensioenfondsen het beter doen dan particulieren in beleggingsfondsen, komt volgens Bauer doordat zij 'hun beheerders harde criteria afgeven en hen in de gaten houden zodat ze geen gekke dingen kunnen doen'. Die gekke dingen doen de beheerders van beleggingsfondsen voor particulieren wel. 'Als halverwege het jaar blijkt dat het beleggingsfonds onder de index blijft, nemen beheerders veel risico's om toch nog hun bonus zeker te stellen', stelt Bauer. 'Dat betekent dat ze meer transacties doen, waarvan de kosten direct van het fondsvermogen af gaan. De transactiekosten, hoewel niet zichtbaar in de beheerfee, drukken het totale resultaat.'

Toch was er kritiek op de strategische draai van PGGM. Andere pensioenbeheerders zeggen vast te houden aan hun actieve beleid en stellen dat juist zij er goed in zijn om steeds de succesvolle beheerders te selecteren — en weer door andere te vervangen op het moment dat het misloopt. Het is echter maar de vraag of de pensioenbelegger of de particulier van tevoren weet welke beheerder goed gaat scoren. Op het moment dat grote huizen hun topbeleggers aanprijzen, is het meestal al te laat.

De duur waarbij succesvolle actieve beleggers de index achter zich weten te houden, is volgens Bauer namelijk maar kort. 'Wat je nog net kunt zeggen, is dat er een goede kans is dat een belegger die het vorige maand goed deed, het volgende maand ook goed zal doen. Over een langere periode verwaterd dit effect echter. Over de duur van een jaar is er echter geen significante relatie meer tussen rendementen uit het verleden en die in de toekomst.'

Volgens Bauer is de beleggingsindustrie er niet bij gebaat om de beste, dus indexproducten, aan de man te brengen. Waarom adverteren met fondsen die lage inkomsten geven? De producten zijn er wel. Op vrijwel iedere markt, van Amerikaanse of Griekse aandelen, grondstoffen of obligaties zijn tegenwoordig indextrackers of ETF's te koop, maar de particulier moet er zelf naar op zoek.

'Helaas worden particulieren te vaak richting actieve fondsen gejaagd', stelt Bauer. Hij noemt als voorbeeld pensioenregelingen waarbij de werknemer een deel zelf mag beleggen. 'De deelnemer krijgt dan de keuze uit een beperkt rijtje dure fondsen van de beheerder waarbij zijn pensioenfonds is aangesloten en wordt dus op kosten gejaagd.'

Bendert Zevenbergen is redacteur van het Financieel Dagblad. zevenbergen@fd.nl

