

Leidraad actief en passief beleggen in het belang van de klant



Autoriteit Financiële Markten

De AFM bevordert eerlijke en transparante financiële markten. Wij zijn de onafhankelijke gedragstoezichthouder op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

Inhoudsopgave

Inhoudsopgave	3
Leeswijzer	4
De beleggingsdienstverlening in breder perspectief	4
Samenvatting	6
Inleiding	8
1.1 Achtergrond actief en passief beleggen	8
1.2 Wat is de aanleiding voor deze leidraad?	9
1.3 Wat is het doel van deze leidraad?	9
1.4 Voor wie is de leidraad bedoeld?	9
1.5 Wat is de status van de leidraad?	10
2 Actief en passief beleggen toegelicht	11
2.1 Het universum van actief en passief beleggen	11
2.2 Voor- en nadelen van actief en passief beleggen	13
2.3 De wetenschap over actief en passief beleggen	13
2.4 Marktontwikkelingen in actief en passief beleggen	15
2.5 De particuliere belegger en actief en passief beleggen	16
3 Aanbevelingen voor financiële ondernemingen	17
3.1 Bewustwording dat actief beleggen niet per definitie beter is dan passief beleggen en andersom	17
3.2 Aanbieders bieden alleen beleggingsproducten aan die waarde toevoegen	17
3.3 Financiële ondernemingen selecteren voor hun klanten alleen beleggingsproducten die waarde toevoegen	19
3.4 Financiële ondernemingen maken in (beleggings)advies en vermogensbeheer een gedegen afweging tussen actieve en passieve beleggingen en stemmen deze af op de specifieke situatie	21
3.5 Financiële ondernemingen informeren bij (beleggings)advies en vermogensbeheer de klant vooraf over de achtergrond van de afweging tussen actief en passief beleggen	25
3.6 Financiële ondernemingen informeren bij (beleggings)advies en vermogensbeheer de klant achteraf over de impact van actief en passief beleggen	25
Bijlage: Samenvatting literatuurstudie 'De wetenschap over de resultaten van actief en passief beleggen'	27

Leeswijzer

Deze leidraad begint met een breder perspectief op beleggingsdienstverlening, waarna een samenvatting van de leidraad is opgenomen. De leidraad bestaat vervolgens uit drie hoofdstukken.

- Het eerste hoofdstuk betreft de inleiding waarin onder meer het doel en de status van deze leidraad is toegelicht.
- In hoofdstuk 2 wordt actief en passief beleggen toegelicht om het begrip rondom actief en passief beleggen te vergroten en daarmee de interpretatie van de aanbevelingen van de AFM te vereenvoudigen.
- In hoofdstuk 3 worden de aanbevelingen van de AFM ten aanzien van actief en passief beleggen toegelicht. Het algemene uitgangspunt hierbij is dat de financiële onderneming ten aanzien van actief en passief beleggen in het belang van de klant handelt. De aanbevelingen hebben betrekking op aanbieders van beleggingsproducten, execution only dienstverlening, (beleggings)advies en vermogensbeheer. De AFM moedigt financiële ondernemingen aan om kritisch naar hun huidige praktijken te kijken en de aanbevelingen uit deze leidraad op te volgen.

De beleggingsdienstverlening in breder perspectief

Beoordeling beleggingsproduct en beleggingsdienstverlening moeilijk voor consumenten

Consumenten hebben de behoefte vermogen op te bouwen, bijvoorbeeld om in de toekomst een hypotheek te kunnen aflossen of een oudedagsvoorziening aan te leggen. Het is voor consumenten vaak lastig in te schatten welke financiële oplossing aansluit bij hun doelstelling en te beoordelen of zij op schema liggen met het verwezenlijken van hun doelstelling. Dit wordt nog ingewikkelder als vermogensopbouw plaatsvindt door middel van beleggen. Door onzekerheid over de einduitkomst is het beoordelen van de kwaliteit en de prijs van producten en diensten moeilijk voor consumenten. Dit onderstreept het belang van een zorgvuldig beleggingsproces en deskundige adviseurs en vermogensbeheerders.

Consument krijgt product en dienstverlening die bij hem past

De AFM richt zich op het verbeteren van beleggingsdienstverlening en het verbeteren van vermogensopbouwproducten. Het doel is te bevorderen dat consumenten een beleggingsoplossing hebben die aansluit bij hun behoefte om vermogen op te bouwen. Dit zijn producten die waar bieden voor hun geld, invulling geven aan een gefundeerde behoefte van een doelgroep, doen wat ze beogen te doen, hierbij voor de doelgroep een acceptabele uitkomst hebben en begrijpelijk zijn. De AFM gaat graag nog in gesprek met de markt over wanneer beleggingsproducten voor de beoogde doelgroep waarde toevoegen. Hierbij is van belang dat adviseurs en vermogensbeheerders voldoende deskundig zijn en gericht zijn op het vinden van een beleggingsoplossing in het belang van de klant. Dit vergt niet alleen voldoende expertise ten aanzien van beleggen en beleggingsproducten, maar ook de nodige vaardigheden om de behoefte, doelstelling en situatie van de klant te doorgronden.

Provisieverbod in het belang van de klant

De AFM vindt dat verdienmodellen van beleggingsondernemingen geen belemmering zouden mogen vormen om te handelen in het belang van de klant. Het bestaan van vergoedingen die door derden (niet zijnde de klant) aan de beleggingsonderneming worden betaald, kan beleggingsondernemingen een prikkel geven om niet altijd in het belang van de klant te handelen. De AFM heeft daarom eerder

aangegeven dat zij voorstander is van een provisieverbod voor beleggingsondernemingen. Dit onderwerp is in het licht van deze leidraad relevant, omdat veel beleggingsondernemingen van fondsaanbieders distributievergoedingen ontvangen als zij hun fonds opnemen in hun assortiment of het fonds adviseren. Hiermee krijgt de beleggingsonderneming een bedrijfseconomische prikkel om de klant het fonds te adviseren dat de hoogste distributievergoeding betaalt. In de praktijk ziet de AFM dat actief beheerde beleggingsfondsen vaak wel een distributievergoeding betalen en passief beheerde beleggingsfondsen vaak geen distributievergoeding betalen. Een provisieverbod zou er daarom toe kunnen leiden dat de uitkomst van de afweging tussen actieve en passieve beleggingen verandert. De discussie of een beleidstraject wordt ingezet om een wettelijk provisieverbod te realiseren, is op dit moment zowel op nationaal als op Europees niveau in volle gang.

Ook fondsaanbieder heeft belang van de klant voor ogen

De AFM vindt dat ook op fondsaanbieders een verplichting rust om het belang van de belegger te dienen en roept daarom fondsaanbieders op om te toetsen of hun beleggingsfondsen voor de beoogde doelgroep waarde toevoegen. Het valt de AFM op hoe groot het aanbod van beleggingsfondsen is, zowel aan de actieve als aan de passieve kant. Er zijn verschillende redenen te bedenken waarom beleggingsfondsen niet altijd toegevoegde waarde hebben. Voorbeelden van zaken die hierin een rol kunnen spelen zijn een gebrek aan schaalvoordelen, het bestaan van distributievergoedingen en trends om producten voor professionele beleggers beschikbaar te maken voor particuliere beleggers.

Leidraden van de AFM kunnen dienen als hulpmiddel

Om beleggingsondernemingen een impuls te geven om hun beleggingsdienstverlening te verbeteren en het belang van de klant centraal te stellen, brengt de AFM regelmatig leidraden uit. In december 2009 heeft de AFM de *Leidraad zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw* uitgebracht. In deze leidraad illustreert de AFM hoe beleggingsondernemingen en financieel dienstverleners zorgvuldig kunnen adviseren over vermogensopbouw. In de leidraad is beschreven dat verschillende onderdelen later verder uitgewerkt zouden worden. In november 2010 is dit gebeurd ten aanzien van risicoprofielen. In de *Leidraad informatie over risicoprofielen* heeft de AFM aanbevelingen gedaan, zodat consumenten meer inzicht krijgen in de beleggingen en risico's in een risicoprofiel en zij in staat zijn om risicoprofielen en beleggingen met elkaar te vergelijken. In de *Leidraad actief en passief beleggen in het belang van de klant* geeft de AFM aanbevelingen aan financiële ondernemingen ten aanzien van actief en passief beleggen. De AFM heeft al in de *Leidraad zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw* aandacht besteed aan actief en passief beleggen, omdat zij het opvallend vond dat actief beheerde fondsen standaard aangeboden en geadviseerd leken te worden en passieve beleggingen zeer beperkt aangeboden en geadviseerd leken te worden.

De afwegingen in het beleggingsproces van beleggingsondernemingen zal in een breder perspectief onderdeel uitmaken van de *Leidraad aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer*. Deze leidraad zal in november 2011 verschijnen. In de *Leidraad aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer* wordt een nadere invulling gegeven aan de randvoorwaarden van beleggingsdienstverlening (deskundigheid, beleggingsbeleid) en de verschillende stappen die in de beleggingsdienstverlening worden doorlopen (kennismaking, beeldvorming, oplossing en nazorg).

Samenvatting

Voor wie is de Leidraad actief en passief beleggen in het belang van de klant bedoeld?

De *Leidraad actief en passief beleggen in het belang van de klant* bevat aanbevelingen voor financiële ondernemingen op het gebied van actief en passief beleggen¹. Omdat het onderwerp van belang is voor alle schakels in de beleggingsdienstverlening voor particuliere beleggers, richten de aanbevelingen zich tot verschillende financiële ondernemingen: de aanbieder die beleggingsproducten aanbiedt, de financiële onderneming die deze beleggingsproducten in zijn assortiment opneemt en de financiële onderneming die deze beleggingsproducten voor een klant selecteert.

Waarom de Leidraad actief en passief beleggen in het belang van de klant?

De AFM wil met deze leidraad financiële ondernemingen ondersteunen om ten aanzien van actief en passief beleggen het klantbelang centraal te stellen. Hoewel verschillende financiële ondernemingen stappen in deze richting zetten, ziet de AFM dat dit er nog niet toe heeft geleid dat financiële ondernemingen ten aanzien van actief en passief beleggen te allen tijde in het belang van de klant handelen. De AFM moedigt financiële ondernemingen aan om kritisch naar de huidige praktijken te kijken en hierbij de in de leidraad toegelichte aanbevelingen mee te nemen.

Aanbevelingen

De AFM raadt de aanbieders van beleggingsproducten aan om kritisch naar hun aanbod van beleggingsproducten te kijken en alleen beleggingsproducten aan particuliere beleggers aan te bieden die voor deze beleggers waarde toevoegen. De AFM raadt financiële ondernemingen aan om voor het totale assortiment aan beleggingen dat zij beschikbaar stellen alleen beleggingsproducten te selecteren die voor hun klanten waarde toevoegen. Het is wenselijk dat financiële ondernemingen die (beleggings)advies en vermogensbeheer aanbieden per beleggingscategorie een gedegen afweging maken tussen actieve en passieve beleggingen en hierbij zowel actieve als passieve beleggingen in ogenschouw nemen. De financiële onderneming kiest niet automatisch voor actieve beleggingen. De financiële onderneming dient zich hierbij onder meer te realiseren dat wetenschappelijk onderzoek laat zien dat het voor een individueel actief fonds zeer moeilijk is om op middellange en lange termijn steeds positieve buitengewone rendementen te behalen. Het vooraf selecteren van actieve fondsen met vaardige fondsmanagers die, na aftrek van kosten, een hoger rendement dan de benchmark zullen behalen is bijzonder moeilijk. De AFM vindt het wenselijk dat financiële ondernemingen in de periode dat zij (beleggings)advies geven en vermogensbeheer uitvoeren de particuliere beleggers voorzien van relevante informatie over actief en passief beleggen. Het is van belang voorafgaand aan de initiële invulling van de portefeuille informatie te verstrekken over actief en passief beleggen en de klant in (beleggings)advies en vermogensbeheer periodiek te informeren over de met actief danwel passief beleggen behaalde rendementen. Hieronder volgt een samenvatting van de belangrijkste aanbevelingen:

1. Bewustwording dat actief beleggen niet per definitie beter is dan passief beleggen en andersom
2. Aanbieders bieden alleen beleggingsproducten aan die waarde toevoegen

¹ Met actief beleggen wordt bedoeld op het samenstellen van een portefeuille die bewust van de index afwijkt om te proberen een extra rendement te behalen ten opzichte van de index. Met passief beleggen wordt bedoeld dat men niet een portefeuille samenstelt om een hoger rendement dan de index te behalen, maar om zo nauwkeurig mogelijk een bepaalde index te volgen.

3. Financiële ondernemingen selecteren voor hun klanten alleen beleggingsproducten die waarde toevoegen
4. Financiële ondernemingen maken in (beleggings)advies en vermogensbeheer een gedegen afweging tussen actieve en passieve beleggingen en stemmen deze af op de specifieke situatie
5. Financiële ondernemingen informeren bij (beleggings)advies en vermogensbeheer de klant vooraf over de achtergrond van de afweging tussen actief en passief beleggen
6. Financiële ondernemingen informeren bij (beleggings)advies en vermogensbeheer de klant achteraf over de impact van actief en passief beleggen

Een breder perspectief op de selectie en afwegingen in het beleggingsproces van beleggingsondernemingen zal gegeven worden in de *Leidraad aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer* die in november 2011 zal verschijnen.

Inleiding

1.1 Achtergrond actief en passief beleggen

Actief beleggen

Deze leidraad gaat over *actief* en *passief* beleggen en is bedoeld voor financiële ondernemingen die actief zijn in de markt voor particuliere beleggers. Actief beleggen is het samenstellen van een portefeuille die bewust van de index afwijkt om te proberen een extra rendement te behalen ten opzichte van de benchmark². Actieve beleggers nemen aan dat beurskoersen voldoende voorspelbaar zijn om na aftrek van kosten de index te verslaan. Daarnaast zijn er ook actieve fondsen die niet in individuele titels beleggen maar in andere actief beheerde beleggingsfondsen en actieve fondsen die in het geheel niet uitgaan van een benchmark, bijvoorbeeld omdat zij een bepaalde risicorendementsdoelstelling willen realiseren. Actief beleggen is in deze leidraad niet beperkt tot actief fondsbeleggen. In de literatuurstudie³ die de AFM heeft geschreven over het wetenschappelijk onderzoek naar de resultaten van actief en passief beleggen is de definitie beperkt tot actief fondsbeleggen, omdat voor de retailmarkt relevant wetenschappelijk onderzoek vrijwel uitsluitend ziet op fondsbeleggen. De leidraad beschouwt actief beleggen daarentegen breder. Actief beleggen ziet niet alleen op actief fondsbeleggen, maar ook op een actieve strategie binnen een beleggingscategorie, bijvoorbeeld aandelen opkomende landen invullen met individuele titels waarbij de samenstelling van deze titels tot doel heeft de relevante benchmark te verslaan. Daarnaast wordt de term ‘actieve belegging’ hier ook gebruikt voor financiële producten met een beleggingscomponent dat middels actief beleggen wordt ingevuld. Als in deze leidraad wordt gesproken over actief beleggen, wordt echter niet bedoeld op actief betrokken aandeelhouderschap richting ondernemingen.

Passief beleggen, ook wel indexbeleggen

In deze leidraad wordt met passief beleggen bedoeld dat men niet een portefeuille samenstelt om een hoger rendement dan de index te behalen, maar om met de belegging zo nauwkeurig mogelijk het rendement van een bepaalde index te volgen. Veelvoorkomende producten die de index volgen zijn indexbeleggingsfondsen en indextrackers. Opgemerkt dient te worden dat sommige indextrackers weliswaar zo nauwkeurig mogelijk het rendement van een bepaalde index volgen, maar een risicoprofiel hebben dat sterk van het risicoprofiel van de onderliggende index afwijkt. Een voorbeeld hiervan zijn synthetische ETF's die niet de onderliggende index aankopen, maar een swap op de rendementen van de onderliggende index afsluiten. In deze leidraad worden de termen passief beleggen en indexbeleggen als synoniemen gebruikt. Daarnaast wordt de term ‘passieve belegging’ hier ook gebruikt voor financiële producten met een beleggingscomponent dat middels passief beleggen wordt ingevuld.

² Een benchmark is in deze leidraad gedefinieerd als een vooraf vastgesteld referentiepunt, zoals een index, dat als ijkpunt dient voor de prestaties van een beleggingsfonds. Een index is een groep beleggingen die is samengesteld op basis van criteria, wordt bijgewerkt op basis van een vaste methodiek en wordt gebruikt als rendementsmaatstaf voor een bepaalde beleggingscategorie.

³ De wetenschap over de resultaten van actief en passief beleggen, AFM, oktober 2011, beschikbaar op www.afm.nl/vermogensopbouw.

1.2 Wat is de aanleiding voor deze leidraad?

Veel financiële ondernemingen verkiezen voor hun particuliere klanten actieve fondsen boven passieve beleggingen, terwijl wetenschappelijk onderzoek kritisch is over de prestaties van actieve fondsen. De AFM ziet tegelijkertijd een toenemende populariteit van indextrackers, ook wel Exchange Traded Funds (ETF's)⁴ genoemd, die zich positioneren als alternatief voor actieve beleggingen. De ontwikkeling van nieuwe, complexere en risicovollere soorten ETF's leidt er toe dat de verschillende ETF's sterk uiteenlopende specifieke productkenmerken en risico's hebben. Dit betekent dat niet alle ETF's zonder meer geschikt zijn voor alle particuliere beleggers.

De AFM heeft met de *Leidraad Zorgvuldig Adviseren over Vermogensopbouw* in 2009 voor het eerst aandacht gevraagd voor het onderwerp actief en passief beleggen. Sindsdien heeft de markt het onderwerp verder opgepakt (zie onder meer het Dufas rapport *Actief en indexbeleggen*, mei 2010) en zijn financiële ondernemingen ten aanzien van dit onderwerp in ontwikkeling. De AFM ziet echter dat dit er nog niet toe heeft geleid dat financiële ondernemingen ten aanzien van actief en passief beleggen te allen tijde in het belang van de klant handelen. Zo zijn nog niet alle partijen zich bewust van een mogelijk passief alternatief, de risico's van specifieke actieve en passieve beleggingen en maken niet alle partijen een afweging tussen actief en passief beleggen. De AFM wil daarom graag meer aandacht aan dit onderwerp besteden. De AFM heeft een literatuurstudie geschreven over het wetenschappelijk onderzoek naar de prestaties van actief en passief beleggen. Deze literatuurstudie vormde mede de basis voor deze leidraad. Deze leidraad kan gezien worden als een nadere uitwerking van de eerdere opmerkingen van de AFM over het onderwerp actief en passief beleggen in de *Leidraad Zorgvuldig Adviseren over Vermogensopbouw*.

1.3 Wat is het doel van deze leidraad?

Deze leidraad is bedoeld om inzicht te geven in de aanbevelingen van de AFM ten aanzien van actief en passief beleggen. De AFM wil met deze leidraad financiële ondernemingen er toe bewegen om ten aanzien van actief en passief beleggen het klantbelang centraal te stellen.

De AFM heeft voor een uitgebreide leidraad over actief en passief beleggen gekozen, omdat het onderwerp niet simpel en eenduidig is. Bovendien heeft een verandering in de verhouding tussen actief en passief beleggen mogelijk gevolgen voor de inkomsten van de financiële onderneming, gezien de distributievergoeding die financiële ondernemingen van actieve fondsen ontvangen. Tot slot merkt de AFM op dat er over dit onderwerp uitgesproken visies bestaan. De AFM wil er met deze leidraad aan bijdragen dat de discussie over actief en passief beleggen met voldoende diepgang en in de volle breedte wordt gevoerd.

1.4 Voor wie is de leidraad bedoeld?

Deze leidraad is in het bijzonder bedoeld voor:

- Beleggingsondernemingen die orders ontvangen en doorgeven met betrekking tot financiële instrumenten (execution only);
- Beleggingsondernemingen die adviseren over financiële instrumenten (beleggingsadvies);

⁴ ETF's zijn beursgenoteerde, open-end beleggingsfondsen en hebben als doel het zo goed mogelijk volgen van een onderliggende index.

- Beleggingsondernemingen die individuele vermogens beheren (vermogensbeheer);
- Financiële dienstverleners die adviseren over beleggingsfondsen (beleggingsadvies);
- Financiële dienstverleners die adviseren over financiële producten met een beleggingscomponent (advies);
- Beheerders van beleggingsinstellingen (aanbieder van beleggingsproducten); en
- Aanbieders van financiële producten met een beleggingscomponent (aanbieder van beleggingsproducten).

In deze leidraad worden bovengenoemde partijen financiële ondernemingen genoemd.

1.5 Wat is de status van de leidraad?

De AFM moedigt financiële ondernemingen aan om kritisch naar hun huidige praktijken te kijken en de aanbevelingen uit de leidraad op te volgen. Deze leidraad heeft echter niet de status van wet- of regelgeving. Met de leidraad wordt niet beoogd om invulling te geven aan een wettelijke norm. Waar de AFM de term 'klantbelang' gebruikt, verwijst de AFM naar een situatie waarvan zij verwacht dat financiële ondernemingen deze na willen streven om hun klanten zo goed mogelijk te bedienen. Financiële ondernemingen zijn niet verplicht om de aanbevelingen uit deze leidraad op te volgen. Uiteraard zal de AFM financiële ondernemingen aanspreken op gedragingen die evident het klantbelang schaden. De AFM is zich er van bewust dat het onderscheid tussen juiste en onjuiste gedragingen ten aanzien van actief en passief beleggen niet in alle gevallen zwart-wit zal zijn. De AFM vindt het daarom belangrijk om met de markt over dit onderwerp nader in gesprek te gaan.

De AFM zal ook consumenten informeren over deze leidraad. De AFM zal daarbij ingaan op waar de consument op moet letten bij actief en passief beleggen en wat de consumenten van financiële ondernemingen op dit gebied mogen verwachten.

2 Actief en passief beleggen toegelicht

Het is van belang dat duidelijk is wat met actief en passief bedoeld wordt in deze leidraad. Een goed begrip is nodig om de interpretatie van de aanbevelingen van de AFM makkelijker te maken.

Achtereenvolgens wordt daarom in dit hoofdstuk actief en passief beleggen, de voor- en nadelen, de wetenschappelijke kijk, de marktontwikkelingen en het consumentenperspectief op actief en passief beleggen toegelicht.

2.1 Het universum van actief en passief beleggen

Per beleggingscategorie actief of passief beleggen

Na het inwinnen van alle relevante informatie over de klant, zal de financiële onderneming eerst de standaardverdeling in beleggingscategorieën⁵ (strategische asset allocatie) bepalen. Daarna wordt per beleggingscategorie de keuze voor specifieke instrumenten gemaakt. Wanneer er binnen deze leidraad wordt gesproken over de keuze voor actief beleggen, passief beleggen of een combinatie van beide bedoelen we de keuze op het niveau van de beleggingscategorie. De vaststelling van de strategische asset allocatie of het bewust afwijken hiervan (tactische asset allocatie) worden ook wel als een actieve beleggingsbeslissing beschouwd, maar vallen in deze leidraad niet onder de definitie van actief beleggen.

Kenmerken van actief en passief beleggen

Actief en passief beleggen worden in deze leidraad gedefinieerd in termen van de mate waarin bewust wordt afgeweken van de index om de index te verslaan of de mate waarin de index bewust wordt nagebootst om het rendement van de index te volgen. Veelvoorkomende producten waarin actief belegd wordt, zijn actief beheerde beleggingsfondsen. Daarnaast zijn er ook beleggingsfondsen die de index als meetlat in het geheel verwerpen, zoals absolute return investing. Deze beleggingsfondsen worden ook als actieve beleggingen beschouwd. Veelvoorkomende producten die de index volgen zijn indexbeleggingsfondsen en indextrackers. Deze laatste worden ook wel Exchange Traded Funds (ETF's) genoemd⁶. Als in deze leidraad wordt gesproken over passieve beleggingen worden zowel indexbeleggingsfondsen als indextrackers (ETF's) bedoeld.

Het rendement van passieve beleggingen zal relatief dicht bij het rendement van de index liggen⁷, terwijl het rendement van actief beleggen relatief ver, in positieve of in negatieve zin, van het rendement van de index kan liggen. Voor een belegger zijn de totale kosten van passief beleggen in het algemeen lager dan de totale kosten van actief beleggen. Bij passief beleggen volgt men de index, terwijl men bij actief beleggen een portefeuille samenstelt om te proberen de index te verslaan.

⁵ De financiële onderneming kan hier gebruik maken van de 17 beleggingscategorieën zoals die zijn gedefinieerd in de AFM Leidraad informatie over risicoprofielen, november 2010.

⁶ De AFM merkt dat de verscheidenheid aan producten die als indextracker of als ETF worden gepresenteerd bijzonder groot is, waardoor hiervan voor de klant een misleidende werking kan uitgaan. De komende tijd zal de AFM een aantal ETF's nader onderzoeken en de markt over de uitkomsten hiervan informeren.

⁷ Dit hoeft niet voor alle passieve beleggingen te gelden. De omvang van de afwijking van het rendement van passief beleggen ten opzichte van de index is mede afhankelijk van de wijze waarop passief wordt belegd (wordt bijvoorbeeld de gehele index in dezelfde onderlinge verhouding aangekocht of wordt een swap op de rendementen van de index afgesloten) en diverse andere zaken zoals de impact van (transactie)kosten en dividendbelasting.

Om de juiste beleggingen te selecteren, moeten actieve fondsmanagers meer werkzaamheden uitvoeren dan het geval is bij passieve beleggingen. Een ander verschil tussen actieve en passieve beleggingen is dat actieve fondsen veelal een distributievergoeding aan de financiële onderneming verstrekken die wordt verrekend in de kosten van het actieve fonds. Dit is bij passieve beleggingen meestal niet het geval.

Er zijn echter meerdere kenmerken van een individuele belegging die iets zeggen over de mate waarin de individuele belegging als actief of passief beschouwd kan worden. Onderstaande kenmerken beschrijven de uitersten van het spectrum en zullen niet op alle passieve respectievelijk actieve beleggingen van toepassing zijn.

- Het eerste kenmerk is de wijze van handelen. Zowel actieve als passieve beleggingen zullen bij grote netto in- of uitstroom handelen. Passieve beleggingen zullen daarnaast voornamelijk handelen wanneer wijzigingen in de index plaatsvinden, een over het algemeen vastgelegd moment dat niet vaak voorkomt. Omdat actieve fondsen inspelen op (veranderende) marktomstandigheden, zullen actieve fondsen over het algemeen op niet vooraf vastgelegde momenten handelen en vaker handelen.
- Het tweede kenmerk is de complexiteit van de beleggingsbeslissingen van de aanbieder. In een passieve belegging waarin alle onderliggende waarden van de index fysiek worden aangekocht worden vaste regels toegepast, terwijl actieve beleggingsstrategieën naar eigen inzicht beslissingen nemen. Een dergelijke passieve belegging is daarom minder complex dan een dergelijke actieve belegging.
- Het derde kenmerk is de kans op het behalen van een substantieel hoger of lager rendement dan de benchmark. Het rendement van passieve beleggingen ligt relatief dicht bij het rendement van de index, terwijl het rendement van actief fondsbeleggen relatief ver, in positieve of in negatieve zin, van het rendement van de index ligt. Hierdoor is de kans op het behalen van een substantieel hoger of lager rendement dan de benchmark groter bij actieve beleggingen.

Als deze drie kenmerken alle laag scoren, zal het waarschijnlijk om een passieve belegging gaan. Als deze drie kenmerken daarentegen hoog scoren, zal het waarschijnlijk om een actieve belegging gaan.

Onderscheid tussen actief en passief beleggen

Het onderscheid tussen actief en passief beleggen is niet eenvoudig. Voorbeelden van producten waarbij het onderscheid tussen actief en passief beleggen niet scherp is, zijn actief beheerde ETF's, ETF's op basis van een fundamenteel gewogen index⁸ en actieve beleggingsfondsen die feitelijk dicht bij de index blijven maar (zeer) hoge kosten in rekening brengen voor actief beheer. Een voorbeeld van een beleggingsstrategie waarbij het onderscheid tussen actief en passief beleggen niet scherp is, zijn portefeuilles waarin (zeer) frequent wordt gehandeld in passieve beleggingen op basis van een bepaalde visie op het toekomstig risico en rendement van een beleggingscategorie.

Voor particuliere beleggers kan het ontbreken van een scherp onderscheid tussen actief en passief beleggen verwarrend zijn. De AFM roept daarom de wetenschap en financiële ondernemingen op actief en passief beleggen nader te definiëren en transparant te communiceren over actief en passief beleggen richting de particuliere belegger.

⁸ Index die niet op basis van marktkapitalisatie, maar op basis van fundamentele factoren wordt bepaald.

2.2 Voor- en nadelen van actief en passief beleggen

Voor de belegger zijn zowel aan actief beleggen als aan passief beleggen voor- en nadelen verbonden. Voordelen van actief beleggen zijn bijvoorbeeld de mogelijkheid tot het behalen van extra rendement ten opzichte van de index door het handelen op basis van een visie op toekomstige marktontwikkelingen of risicomanagement. Bovendien zijn er studies die stellen dat actieve fondsen waarvan de beleggingen substantieel van de index afwijken een hogere kans hebben de markt te verslaan dan de gehele groep actieve fondsen (zie bijvoorbeeld Cremers (2009)⁹). Door over- of onderweging van vermogenstitels kan de fondsbeheerder de index verslaan, maar de kostenstructuur van het fonds kan dit voordeel mogelijk teniet doen. Voordelen van passief beleggen zijn bijvoorbeeld het relatief lage kostenniveau en de hoge mate van transparantie ten aanzien van de samenstelling van de portefeuille. Bovendien zal het rendement van passief beleggen relatief dicht bij het rendement van de index liggen. Bovengenoemde voordelen gelden in generieke zin; uiteraard kunnen aan specifieke actieve en passieve beleggingen specifieke voor- en nadelen verbonden zijn.

In het algemeen is men het er over eens wat de voor- en nadelen zijn van actief en passief beleggen, maar de omvang en de impact van deze voor- en nadelen staan ter discussie. De meningen lopen bijvoorbeeld uiteen over de mate waarin actief beheerde fondsen in staat zijn extra rendement te behalen ten opzichte van de benchmark. Ook wordt bediscussieerd in hoeverre passieve beleggingen als gevolg van onder meer de kosten een lager rendement dan de benchmark behalen en in hoeverre bepaalde passieve beleggingen de samenstelling van de portefeuille transparant maken. Bovendien zullen beleggers aan de verschillende voordelen een verschillende mate van belang toekennen.

Om de efficiëntie van de markt in stand te houden zal altijd een minimaal aantal actieve beleggers nodig zijn. Wie deze minimale groep actieve beleggers zijn en hoe groot deze groep moet zijn, is niet op voorhand te zeggen. Bovendien is het op voorhand niet zeker of particuliere beleggers hierin een rol moeten en kunnen spelen. In de Nederlandse markt wordt momenteel slechts een (zeer) klein deel van de markt passief belegd.

2.3 De wetenschap over actief en passief beleggen

Deze leidraad is mede gebaseerd op een literatuurstudie die de AFM heeft geschreven over het wetenschappelijk onderzoek naar de resultaten van actief en passief beleggen. Deze literatuurstudie is beschikbaar gesteld om inzicht te geven in het wetenschappelijke onderzoek en de conclusies die op basis van het huidige onderzoek getrokken kunnen worden. De studie kan als achtergrondinformatie van deze leidraad worden gebruikt. In de bijlage is een samenvatting van de literatuurstudie opgenomen.

Op basis van de literatuurstudie concluderen we dat het wetenschappelijk onderzoek aantoont dat:

- het voor een actief fonds zeer moeilijk is om op middellange en lange termijn, na aftrek van kosten, persistent betere rendementen te behalen dan de benchmark; en

⁹ Cremers, K.J.M., Petajisto, A., 2009. *How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance*. *Review of financial studies*, 22:9, pp. 3329-3365.

- het in de praktijk bijzonder moeilijk is om vooraf de vaardige fondsmanager te selecteren die, na aftrek van kosten, betere rendementen zal behalen dan de benchmark.

Actief beheerde fondsen brengen ten opzichte van passieve beleggingen extra kosten in rekening voor het actieve beheer. Uit onderzoek blijkt echter dat actief beheerde fondsen als groep ná aftrek van kosten, lagere voor risico gecorrigeerde rendementen behalen dan de benchmark waarmee de fondsen vergeleken worden. Passieve beleggingen trachten zo nauwkeurig mogelijk het rendement van de index te volgen, maar uit onderzoek blijkt dat ook het rendement van passieve beleggingengemiddeld lager is dan het rendement van de index, onder andere vanwege dividenden en de kosten.

Aansluiting literatuur en praktijk

Bij de literatuur is een aantal kanttekeningen te plaatsen als de onderzoeksresultaten worden vertaald naar de praktijk.

De literatuur vergelijkt veelal actief beheerde fondsen ten opzichte van een theoretische of academische index. Deze indices corrigeren naast het marktrisico veelal voor de risicofactoren *size*, *value* en *momentum*¹⁰, waarvoor een marktindex niet of niet volledig corrigeert. Theorie en praktijk hebben dus geen volledige overeenstemming over de risico's waarvoor gecorrigeerd zou moeten worden. Bovendien kijkt de wetenschap voornamelijk naar volatiliteit als maatstaf voor risico, maar de praktijk kijkt ook breder naar de risicobeleving, zoals het neerwaartse risico.

Het is voor een belegger niet mogelijk om direct in een index te beleggen. Een belegger zal daarom gebruik moeten maken van een indexfonds of indextracker. Enkele onderzoeken naar de prestaties van passieve beleggingen laten zien dat deze passieve beleggingen, onder meer als gevolg van kosten en dividenden, een lager rendement behalen dan de index die ze volgen. Er is echter weinig onderzoek naar de prestaties van passieve beleggingen. Een vergelijking van de rendementen van actieve fondsen met de rendementen van passieve beleggingen op basis van wetenschappelijk onderzoek is daarom nog niet goed mogelijk. De AFM hoopt daarom dat het wetenschappelijk onderzoek naar de rendementen van passieve beleggingen wordt uitgebreid.

De literatuur gaat uit van de prestaties op fondsniveau. Dit wil echter niet zeggen dat de belegger ook daadwerkelijk kan profiteren van fondsen die na aftrek van kosten hogere rendementen behalen dan de benchmark. Ten eerste moet een financiële onderneming in staat zijn vooraf de vaardige fondsmanager te selecteren die, na aftrek van kosten, betere rendementen zal behalen dan de benchmark. Ten tweede moet het extra rendement opwegen tegen de extra kosten die de belegger maakt bovenop de Total Expense Ratio (TER) van het fonds, zoals transactiekosten, de kosten die de financiële onderneming in rekening brengt om fondsen te selecteren en belastingen.

In de literatuurstudie zijn voornamelijk de prestaties van aandelenfondsen, en in mindere mate de prestaties van obligatiefondsen, onderzocht. Andere beleggingscategorieën zijn veel minder door de

¹⁰ Deze risicofactoren geven weer dat (zeer) kleine bedrijven ten opzichte van (zeer) grote bedrijven positieve rendementen lijken te genereren (*size*), effecten met een lage marktwaarde ten opzichte van de fundamentele waarde positieve rendementen lijken te genereren (*value*) en koersbewegingen van individuele effecten in een periode van 6 tot 12 maanden voorspellende waarde lijken te hebben ten aanzien van toekomstige koersbewegingen. Investeren in de aandelen die het goed hebben gedaan en desinvesteren in de aandelen die het slecht hebben gedaan genereert op korte termijn een positief rendement (*momentum*).

wetenschap onderzocht. Een aantal van deze beleggingscategorieën of beleggingsstrategieën, zoals vastgoed en themafondsen, kunnen echter wel onderdeel uitmaken van de portefeuille van de particuliere belegger. Het is om deze reden jammer dat ten aanzien van deze beleggingscategorieën veel minder wetenschappelijk onderzoek beschikbaar is. De redenen hiervoor liggen echter niet allemaal in de invloedssfeer van de wetenschap. Zo is het lastig om voor deze beleggingscategorieën een geschikte benchmark te kiezen. Daarnaast zijn de cijfers van zowel de indices als van de fondsen een stuk onbetrouwbaarder dan die van de aandelen- en obligatiesector.

2.4 Marktonwikkelingen in actief en passief beleggen

In de praktijk zien we dat het passief belegd vermogen in Nederland de afgelopen jaren sterk is gestegen, evenals het aantal aanbieders van passieve beleggingen en het aantal en de variëteit van passieve beleggingen. Tegelijkertijd neemt door deze explosieve groei en toenemende variëteit het risico toe op passieve beleggingen die niet in het belang van de klant zijn en kunnen potentiële stabiliteitsrisico's op de financiële markten ontstaan. De AFM neemt ook waar dat een aantal financiële ondernemingen stappen zet om meer gebruik te maken van passieve beleggingen. Op basis van informatie uit 2009 die de AFM gekregen heeft van zelfstandig vermogensbeheerders (beleggingsondernemingen die geen deel uit maken van een bank) blijkt het volgende

- De mate waarin zelfstandig vermogensbeheerders actief respectievelijk passief beleggen loopt sterk uiteen. Er zijn zowel zelfstandig vermogensbeheerders die 0% van het particulier belegd vermogen in actieve fondsen beleggen, als zelfstandig vermogensbeheerders die 100% in actieve fondsen beleggen. Ook zijn er zowel zelfstandig vermogensbeheerders die 0% van het particulier belegd vermogen passief beleggen, als zelfstandig vermogensbeheerders die 100% passief beleggen¹¹.
- Er zijn meer zelfstandig vermogensbeheerders die een deel van het particulier belegd vermogen in actieve fondsen beleggen (68%), dan zelfstandig vermogensbeheerders die een deel van het particulier belegd vermogen passief beleggen (52%).
- Als zelfstandig vermogensbeheerders passief beleggen, dan gaat het gemiddeld om een kleiner deel van het particulier belegd vermogen dan als zelfstandig vermogensbeheerders een deel van het particulier belegd vermogen in actieve fondsen beleggen.
- Van de zelfstandig vermogensbeheerders die actief fondsbeleggen, beleggen met name de grotere zelfstandig vermogensbeheerders relatief veel in actieve beleggingsfondsen. Het zijn dus met name de grote zelfstandig vermogensbeheerders die, als ze in actieve fondsen beleggen, relatief veel in actieve fondsen beleggen.
- De totale groep zelfstandig vermogensbeheerders belegt 37% van het particulier belegd vermogen in actieve fondsen en 6% in passieve beleggingen.

Hoewel het aanbod en de omvang van passief beleggen in Europa sterk is gestegen, is de omvang van het passief belegd vermogen ten opzichte van de totale markt, in lijn met bovenstaande bevindingen, nog beperkt. In de Verenigde Staten is de verhouding van het passief belegd vermogen ten opzichte van het totaal belegd vermogen veel groter dan in Europa. In de Nederlandse institutionele markt komt het gebruik van passieve beleggingen vaker en omvangrijker voor dan in de particuliere markt. De distributievergoeding voor actieve fondsen in de particuliere markt, waarvan de wenselijkheid en de houdbaarheid ter discussie staat, wordt vanwege de inkomsten voor de

¹¹ *Andere categorieën waaruit men kon kiezen zijn: niet-belegde liquiditeiten, belegde liquiditeiten, obligaties, aandelen, opties, derivaten, onroerende goed en gestructureerde producten.*

financiële onderneming als een mogelijke reden gezien dat financiële ondernemingen in Nederland veel actieve beleggingen adviseren in verhouding tot passieve beleggingen.

Tot slot besteedt de media veel aandacht aan het onderwerp actief en passief beleggen. Onderwerpen die aan de orde komen zijn bijvoorbeeld de opkomst en risico's van ETF's en onderzoek naar de 'active share', een maatstaf die inzichtelijk maakt in welke mate een fonds actieve posities inneemt en dus afwijkt van de index (Cremers, 2009¹²).

2.5 De particuliere belegger en actief en passief beleggen

Het overgrote deel van de Nederlandse beleggers is niet bekend met passief beleggen¹³ en kan dus geen bewuste afweging tussen actief en passief beleggen maken. Slechts een klein deel van de beleggers belegt in passieve beleggingen en dit percentage ligt voor klanten die met behulp van (beleggings)advies en vermogensbeheer beleggen mogelijk zelfs nog lager dan voor klanten die zelfstandig beleggen¹⁴.

Ook blijkt dat veel klanten onbekend zijn met de kosten van beleggingsfondsen of deze relatief laag inschatten¹⁵. Zo geeft 16% van de beleggers aan dat de kosten van beleggingsfondsen tussen de 0% en 0,5% ligt en 15% van de beleggers geeft aan dat de kosten tussen 0,5% en 1% liggen. Daarnaast geeft 40% van de beleggers aan niet te weten wat de kosten van beleggingsfondsen zijn.

Particuliere beleggers beleggen slechts voor een klein deel passief. Dit zou kunnen komen omdat zij onbekend zijn met passief beleggen of omdat zij zich niet altijd rationeel gedragen, waardoor zij kiezen voor actief beleggen, terwijl het alternatief van passief beleggen geschikter kan zijn. De particuliere belegger kan bijvoorbeeld de voorkeur geven aan iets meer betalen met de kans het beter of slechter te doen dan de markt, dan dat hij 'slechts' betaalt voor het volgen van de index (zelfs als het rendement gelijk zou zijn). Particuliere beleggers kunnen bijvoorbeeld ook overmoedig zijn waardoor zij (willen) geloven dat juist zij het talent hebben om de goede beleggingsbeslissingen te maken en uiteindelijk de markt te verslaan. De externe omgeving van de particuliere belegger, zoals de media of financiële ondernemingen, kan ten slotte het beeld van de particuliere belegger versterken dat actief beleggen de standaardoplossing is.

¹² Cremers, K.J.M., Petajisto, A., 2009. *How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance*. *Review of financial studies*, 22:9, pp. 3329-3365.

¹³ Uit de AFM Consumentenmonitor voorjaar 2011, uitgevoerd in mei 2011, blijkt dat 26% van de beleggers bekend is met indexbeleggen.

¹⁴ Van alle beleggers, belegt 3% in indexbeleggingsfondsen, indextrackers of ETF's. Bij beleggers die zelfstandig beleggen is dit 4% en bij beleggers die beleggen met behulp van (beleggings)advies en vermogensbeheer is dit in beide gevallen 2%.

¹⁵ AFM Consumentenmonitor voorjaar 2011.

3 Aanbevelingen voor financiële ondernemingen

Dit hoofdstuk bevat aanbevelingen voor financiële ondernemingen ten aanzien van actief en passief beleggen. Het algemene uitgangspunt hierbij is dat de financiële onderneming ten aanzien van actief en passief beleggen in het belang van de klant, in deze leidraad is dat de particuliere belegger, handelt. De verschillende spelers op de financiële markten vervullen verschillende rollen. De aanbevelingen gelden daarom voor spelers in deze verschillende rollen. De eerste aanbeveling richt zich op alle financiële ondernemingen die betrokken zijn bij beleggingdienstverlening aan particuliere beleggers, de tweede aanbeveling op aanbieders van beleggingsproducten en de derde aanbeveling op financiële ondernemingen die beleggingsproducten beschikbaar maken voor klanten. De vierde tot en met de zesde aanbeveling zijn gericht op de (beleggings)adviseur en de vermogensbeheerder. De aanbevelingen in dit hoofdstuk zijn geen wet- of regelgeving en beogen niet een invulling te geven aan een wettelijke norm. De AFM geeft in deze aanbevelingen situaties weer waarvan zij verwacht dat financiële ondernemingen deze willen nastreven om hun klanten zo goed mogelijk te bedienen.

3.1 Bewustwording dat actief beleggen niet per definitie beter is dan passief beleggen en andersom

Uit de wetenschappelijke literatuur blijkt dat na aftrek van kosten zowel actieve beleggingsfondsen als groep, als passieve beleggingen als groep een lager rendement behalen dan de benchmark. Hoewel de doelstelling van actieve fondsmanagers is om een benchmark te verslaan, zijn zij als groep niet in staat om een hoger rendement te behalen dan de benchmark. Dit betekent dat actieve fondsen als groep een te laag brutorendement behalen ten opzichte van de benchmark of te hoge kosten in rekening brengen. Passieve beleggingen zijn als groep niet in staat om het rendement van de index te reproduceren. De kosten die passieve beleggingen met zich brengen, zorgen er onder andere voor dat het rendement achter blijft ten opzichte van het rendement van de betreffende index. Echter, doordat de kosten van passieve beleggingen relatief laag zijn, zal het rendement van deze passieve beleggingen na kosten relatief dicht bij het indexrendement liggen.

Op basis van bovenstaande kan niet worden geconcludeerd dat actief beleggen per definitie beter is dan passief beleggen en andersom. De keuze voor actief of passief beleggen is dus niet vanzelfsprekend. Het zal in grote mate afhankelijk zijn van de marktomstandigheden, de beleggingscategorie en de kenmerken van de klant welke vorm van beleggen het meest geschikt is. Deze dynamische afweging wordt onder andere besproken in paragraaf 3.3. In het algemeen geldt dat het selecteren van goede actieve fondsen erg moeilijk is. In sommige gevallen zal daarom passief beleggen meer voor de hand liggen.

3.2 Aanbieders bieden alleen beleggingsproducten aan die waarde toevoegen

Aanbieders van beleggingsproducten wordt aanbevolen om hun aanbod van beleggingsproducten kritisch te beoordelen en alleen beleggingsproducten aan particuliere beleggers aan te bieden die voor deze beleggers waarde toevoegen. Beleggingsproducten die waarde toevoegen zijn producten die waar bieden voor hun geld, invulling geven aan een gefundeerde behoefte van een doelgroep, doen wat ze beogen te doen, hierbij voor de doelgroep een acceptabele uitkomst hebben en begrijpelijk zijn. De AFM gaat graag nog in gesprek met de markt over wanneer beleggingsproducten voor de beoogde doelgroep waarde toevoegen. Met aanbieders van beleggingsproducten worden zowel beheerders van beleggingsinstellingen als aanbieders van financiële producten met een beleggingscomponent bedoeld. Zowel de groep actieve als de groep passieve beleggingen kennen

onderling grote verschillen in kwantitatieve aspecten (zoals risico en rendement) en kwalitatieve aspecten (zoals de mate waarin de belegging doet wat is beloofd). Gelet hierop is het van belang dat aanbieders van zowel actieve als passieve beleggingen kritisch zijn ten aanzien van hun assortiment.

Het aanbod van en de variëteit in actieve fondsen is in Europa bijzonder groot en het lijkt onwaarschijnlijk dat al deze fondsen waarde toevoegen voor de belegger. De variëteit van passieve beleggingen neemt momenteel sterk toe, waardoor het ook onwaarschijnlijk lijkt dat al deze beleggingen waarde toevoegen voor de belegger. In onderstaand kader worden twee voorbeelden gegeven van producten waarvan het twijfelachtig is of ze toegevoegde waarde hebben voor de particuliere belegger.

Actieve fondsen die dicht bij de index blijven en hoge kosten in rekening brengen

Financiële ondernemingen moeten een bijzonder kritische houding aannemen ten aanzien van actieve fondsen die dicht bij de index blijven en hoge kosten in rekening brengen. Een maatstaf die inzichtelijk maakt in welke mate een fonds actieve posities inneemt en dus afwijkt van de index is de active share. Hoe hoger de active share is, hoe verder de samenstelling van de beleggingsportefeuille afwijkt van de index. Sommige aanbieders bieden actieve fondsen aan die (zeer) dicht bij de index blijven, maar waar een beheervergoeding voor wordt gerekend die in hoogte vergelijkbaar is met een vergoeding van actieve fondsen. Het lijkt onwaarschijnlijk dat dit soort beleggingsfondsen met een combinatie van een lage active share en hoge kosten het belang van de klant dienen. Deze fondsen bieden de belegger nauwelijks een kans om een hoger rendement dan de markt te behalen, maar rekenen hiervoor wel een hoge beheervergoeding.

Exotische ETF's

De AFM neemt een sterke toename waar in de ontwikkeling van nieuwe, complexere en risicovollere soorten ETF's, zoals ETF's die beleggen met geleend geld (leverage) of ETF's die beleggen om te profiteren van een daling in de waarde van de onderliggende index door precies het omgekeerde koersverloop van de onderliggende index te genereren (inverse). Dergelijke nieuwe productvarianten hebben elk hun eigen productkenmerken en specifieke risico's. Deze kenmerken kunnen in sterke mate afwijken van de productkenmerken van de meest eenvoudige ETF's. Het is twijfelachtig of dergelijke producten voor particuliere, lange termijn beleggers geschikt zijn. Daarnaast verwacht de AFM een extra kritische houding met betrekking tot ETF's waarvan het risicoprofiel van de ETF sterk afwijkt van het risicoprofiel van de onderliggende index, zoals synthetische ETF's die niet de onderliggende index aankopen, maar een swap op de rendementen van de onderliggende index afsluiten. De AFM heeft naar aanleiding van deze ontwikkelingen in 2010 een onderzoek uitgevoerd naar de kwaliteit van de informatieverstrekking over ETF's. De komende tijd zal de AFM een vervolgonderzoek uitvoeren, waarbij er breder wordt gekeken naar deze productgroep. De nieuwe productvarianten vragen van de financiële onderneming een kritische houding ten aanzien van de specifieke productkenmerken en risico's in relatie tot de klant en diens portefeuille. Een financiële onderneming moet zich de vraag stellen in hoeverre deze producten de risico's en de opbrengsten voor de klant verhogen en of het product in het belang van de klant is.

Monitoring

De AFM beveelt aanbieders van beleggingsproducten aan hun producten op kritische wijze te monitoren. Het monitoren van passieve beleggingen is van belang om na te gaan of het rendement van passieve beleggingen niet teveel afwijkt van de betreffende indices. Het monitoren van actieve fondsen is nodig, aangezien het rendement, meer dan bij passieve beleggingen, in negatieve zin kan afwijken van het rendement van de index. Bovendien blijkt uit wetenschappelijk onderzoek dat het

vaker voorkomt dat slecht presterende fondsen in de daaropvolgende periode ook slecht presteren, dan dat goed presterende fondsen in de daarop volgende periode ook goed presteren (persistentie in rendementen).

3.3 Financiële ondernemingen selecteren voor hun klanten alleen beleggingsproducten die waarde toevoegen

De selectie van beleggingsproducten vindt binnen veel financiële ondernemingen op twee niveaus plaats. Allereerst wordt de beslissing genomen om een bepaald beleggingsproduct al dan niet op te nemen in het totale assortiment aan beleggingen dat een financiële onderneming beschikbaar stelt aan haar klanten. Deze selectie bepaalt vervolgens welke actieve en passieve beleggingen de klant kan selecteren binnen execution only dienstverlening en welke actieve en passieve beleggingen de adviseur of vermogensbeheerder kan selecteren ten behoeve van zijn advisering of vermogensbeheer. In deze paragraaf wordt aan financiële ondernemingen aanbevelingen gedaan ten aanzien van het eerste niveau: welke actieve en passieve beleggingen stel ik beschikbaar voor mijn klanten? In paragraaf 3.4 tot en met 3.6 wordt aandacht besteed aan de afweging die adviseurs en vermogensbeheerders maken.

Financiële ondernemingen wordt aanbevolen in het totale assortiment aan beleggingen dat zij aan hun klanten beschikbaar stellen alleen beleggingsproducten op te nemen die waarde toevoegen voor de beoogde doelgroep van deze financiële onderneming. Dit betekent niet dat deze producten voor iedere individuele klant passend hoeven te zijn. Het is aan de (beleggings)adviseur of vermogensbeheerder om dit te beoordelen.

Financiële ondernemingen die niet overtuigd zijn de goede actieve fondsen te kunnen selecteren zijn beter af met passieve beleggingen

Het rendement van passieve beleggingen ligt relatief dicht bij het rendement van de index¹⁶, terwijl het rendement van actieve beleggingen relatief ver, in positieve of in negatieve zin, van het rendement van de index kan liggen. Dit betekent dat de kans op grote verliezen ten opzichte van de index groter is wanneer willekeurig een actieve belegging wordt geselecteerd dan wanneer een willekeurig passieve belegging wordt geselecteerd. Dit betekent niet dat het willekeurig selecteren van een passieve belegging altijd zal leiden tot een rendement dat dicht bij de index ligt.

Financiële ondernemingen die er (voor een specifieke beleggingscategorie) niet van overtuigd zijn dat zij de slecht presterende beleggingen kunnen vermijden en de goed presterende beleggingen kunnen selecteren, bijvoorbeeld omdat zij hiertoe niet de middelen of de expertise hebben, zijn over het algemeen beter af met het selecteren van een passieve belegging. Voor financiële ondernemingen betekent de keuze voor passief beleggen een kleinere kans op het in het totale assortiment opnemen van beleggingen met een veel lager voor risico gecorrigeerd rendement dan de benchmark.

Dit betekent niet dat het willekeurig selecteren van een passieve belegging altijd leidt tot een product dat toegevoegde waarde heeft voor de klant. De stijging van het aanbod en variëteit aan passieve

¹⁶ Dit hoeft niet voor alle passieve beleggingen te gelden. De omvang van de afwijking van het rendement van passief beleggen ten opzichte van de index is mede afhankelijk van de wijze waarop passief wordt belegd (wordt bijvoorbeeld de gehele index in dezelfde onderlinge verhouding aangekocht of wordt een swap op de rendementen van de index afgesloten) en diverse andere zaken zoals de impact van (transactie)kosten en dividendbelasting.

beleggingen versterkt het belang van een zorgvuldige selectie van passieve beleggingen. De wijze waarop financiële ondernemingen de actieve of passieve beleggingen selecteren valt buiten de scope van deze leidraad¹⁷. In het kader op pagina 20 worden ter illustratie wel twee soorten producten genoemd die het belang van de klant niet lijken te dienen.

Indien de financiële onderneming er wel van overtuigd is dat zij de slecht presterende beleggingen kan vermijden en de goed presterende beleggingen kan selecteren, zal de financiële onderneming zowel actieve als passieve beleggingen in ogenschouw nemen en niet automatisch voor actieve beleggingen kiezen. In dat geval gaat de AFM er vanuit dat de financiële onderneming per beleggingscategorie een gedegen afweging maakt tussen actieve en passieve beleggingen, zie verder paragraaf 3.4.

Particuliere belegger heeft in execution only dienstverlening toegang tot zowel actieve als passieve beleggingen

De bewustwording dat actief beleggen niet per definitie beter is dan passief beleggen en passief beleggen niet per definitie beter is dan actief beleggen, zal er volgens de AFM toe leiden dat ook de particuliere belegger die voor execution only dienstverlening kiest de keuze wordt geboden om te beleggen in zowel actieve als passieve beleggingen. Tot nu toe is gebleken dat een aantal beleggingsondernemingen nog (zeer) terughoudend is met het op grotere schaal opnemen van passieve beleggingsmogelijkheden in het assortiment. Door beperkte toegankelijkheid tot passief beleggen wordt particuliere beleggers echter de mogelijkheid van passief beleggen onthouden, terwijl passief beleggen voor de particuliere belegger een goed alternatief kan zijn. De AFM beveelt daarom aan dat klanten die zelfstandig beleggen toegang hebben tot zowel actieve als passieve beleggingen. Bovendien beveelt de AFM beleggingsondernemingen aan dat zij de keuzemogelijkheid tussen actieve en passieve beleggingen duidelijk maakt aan de klant.

Niche dienstverleners (zoals relatief kleine niche spelers of een niche bedieningsconcept binnen een financiële onderneming met een brede dienstverlening) kunnen ervoor kiezen uitsluitend actieve beleggingen, respectievelijk passieve beleggingen aan te bieden. Zij dienen hierover dan wel zeer transparant te zijn richting hun specifieke doelgroep en de particuliere belegger voor het aangaan van de overeenkomst hierover te informeren. Een dergelijke propositie is afwijkend en bijna nooit geschikt voor alle type klanten. Hoe specialistischer de dienstverlening van de financiële onderneming, hoe vaker dit het geval zal zijn.

Monitoring

De AFM raadt financiële ondernemingen die beleggingsproducten beschikbaar maken voor de klant aan om zowel actieve als passieve beleggingen op kritische wijze te monitoren. Het monitoren van passieve beleggingen is van belang om na te gaan of het rendement van passieve beleggingen niet teveel afwijkt van de betreffende indices. Het monitoren van actieve beleggingen is nodig aangezien het rendement, meer dan bij passieve beleggingen, in negatieve zin kan afwijken van het rendement van de index. Bovendien blijkt uit wetenschappelijk onderzoek dat persistentie vaker onder slecht presterende beleggingen dan onder goed presterende beleggingen bestaat.

De financiële onderneming waarborgt procedureel dat een gedegen selectie wordt gemaakt

¹⁷ In de 'Leidraad aanbevelingen voor zorgvuldig beleggingsadvies en vermogensbeheer' zal aandacht worden besteed aan het selecteren van beleggingsfondsen en ETF's.

De AFM beschouwt financiële ondernemingen die beleid formuleren over het selecteren van beleggingsproducten die voor de klanten waarde toevoegen als goed voorbeeld. In dit beleid is onder meer opgenomen wie selecteert, hoe wordt geselecteerd, hoe de selectie wordt geëvalueerd en op welke wijze dit wordt vastgelegd. Vanzelfsprekend is het opstellen van dergelijk beleid niet voldoende: de financiële onderneming moet ook naar haar beleid handelen.

3.4 Financiële ondernemingen maken in (beleggings)advies en vermogensbeheer een gedegen afweging tussen actieve en passieve beleggingen en stemmen deze af op de specifieke situatie

De financiële onderneming maakt in (beleggings)advies en vermogensbeheer per beleggingscategorie een gedegen afweging tussen actieve en passieve beleggingen. De financiële onderneming dient zich hierbij onder meer te realiseren dat wetenschappelijk onderzoek laat zien dat het voor een individueel actief fonds zeer moeilijk is om op middellange en lange termijn persistente positieve buitengewone rendementen te behalen. Het vooraf selecteren van actieve fondsen met vaardige fondsmanagers die, na aftrek van kosten, positieve buitengewone rendementen zullen behalen is bijzonder moeilijk.

Financiële ondernemingen die niet overtuigd zijn de goede actieve fondsen te kunnen selecteren zijn beter af met passieve beleggingen

Financiële ondernemingen die (beleggings)advies en vermogensbeheer aanbieden en particuliere beleggers die er (voor een specifieke beleggingscategorie) niet van overtuigd zijn dat ze de slecht presterende fondsen kunnen vermijden en de goed presterende fondsen kunnen selecteren, bijvoorbeeld omdat zij hiertoe niet de middelen of de expertise hebben, zijn over het algemeen, zoals eerder toegelicht, beter af met het selecteren van een passieve belegging. Voor deze beleggers betekent de keuze voor passief beleggen een kleinere kans op het selecteren van beleggingen met een veel lager voor risico gecorrigeerd rendement dan de benchmark. Uiteraard moet deze keuze wel aansluiten bij de kenmerken van de klant.

De AFM beveelt aan om alleen actief beleggen te overwegen als de financiële onderneming minimaal de toegevoegde waarde van actief beleggen voor de betreffende beleggingscategorie inziet en overtuigd is dat zij de toegevoegde waarde van actief beleggen in voldoende mate aan haar (beleggings)advies en vermogensbeheer klanten kan leveren¹⁸. Het is hiertoe ook van belang dat de financiële onderneming de vaardigheden en de middelen bezit om de goed presterende actieve fondsen te selecteren. Het streven naar extra rendement ten opzichte van de benchmark betekent namelijk een groter risico ten opzichte van de benchmark. Doordat de spreiding van rendementen rondom de benchmark breder is, is er een grotere mate van zekerheid nodig of het 'goede' actieve fonds geselecteerd wordt, dan bij de keuze van een passieve belegging.

Financiële ondernemingen maken een gedegen afweging tussen actief en passief beleggen

Indien de financiële onderneming er wel van overtuigd is dat zij de slecht presterende fondsen kan vermijden en de goed presterende fondsen kan selecteren, zal de financiële onderneming zowel actieve als passieve beleggingen in ogeschouw nemen en niet automatisch voor actieve beleggingen kiezen. De AFM ziet dat bij een aantal financiële ondernemingen voor het gehele klantenbestand in (beleggings)advies en vermogensbeheer volledig actief belegd wordt. Gezien de

¹⁸ Naar: De Nederlandsche Bank, Resultaten beleggingsonderzoek 2010

diversiteit in het klantenbestand en de bedieningsconcepten is het niet passend dat altijd voor het gehele klantenbestand, voor alle bedieningsconcepten en voor de gehele invulling van de portefeuille uitsluitend wordt gekozen voor actieve beleggingen als ook geschikte passieve beleggingen voorhanden zijn. Hetzelfde geldt voor uitsluitend passief beleggen als tevens geschikte actieve beleggingen beschikbaar zijn. Naar verwachting zal daarom een veelvoorkomende uitkomst een portefeuille met zowel actieve als passieve beleggingen zijn.

Niche dienstverleners (zoals relatief kleine niche spelers of een niche bedieningsconcept binnen een financiële onderneming met een brede dienstverlening) kunnen ervoor kiezen in (beleggings)advies en vermogensbeheer uitsluitend gebruik te maken van actieve beleggingen of passieve beleggingen. Zij dienen hierover dan wel zeer transparant te zijn richting hun specifieke doelgroep en de particuliere belegger voor het aangaan van de overeenkomst hierover te informeren. Een dergelijke propositie is afwijkend en bijna nooit geschikt voor alle type klanten en/of doelstellingen. In een dergelijk geval vindt de afweging tussen actief en passief beleggen niet plaats gedurende het proces, maar aan de poort. Als een potentiële klant niet voldoet aan de doelgroep, dan zal de financiële onderneming aan de poort 'nee' moeten verkopen. Hoe specialistischer de dienstverlening van de financiële onderneming, hoe vaker dit het geval zal zijn.

Afweging is dynamisch

De afweging tussen actief en passief beleggen is niet statisch, maar dynamisch. In de afweging tussen actief en passief beleggen spelen factoren een rol die ertoe kunnen leiden dat voor de ene beleggingscategorie wordt gekozen voor actief beleggen en voor de andere beleggingscategorie wordt gekozen voor passief beleggen. Bovendien kan voor de ene klant worden gekozen voor actief beleggen en voor de andere klant voor passief beleggen. Deze afweging kan door de tijd heen veranderen door wisselende (markt)omstandigheden of kenmerken van de klant. Omdat verschillende factoren van invloed zijn op de keuze voor actief of passief beleggen, is de keuze afhankelijk van de specifieke situatie.

Het is aan de financiële onderneming om op basis van haar professionaliteit in te vullen hoe zij in (beleggings)advies en vermogensbeheer de afweging tussen actief en passief maakt. Onderstaand wordt een aantal afwegingen genoemd waarmee rekening gehouden kan worden bij het maken van de afweging tussen een actieve of een passieve invulling van een beleggingscategorie.

- In hoeverre zijn er geschikte en passende actieve en passieve beleggingen in een betreffende beleggingscategorie of markt beschikbaar? In bepaalde beleggingscategorieën (zoals private equity) zijn er mogelijk geen geschikte of geen direct replicerbare indices aanwezig. Voor dergelijke beleggingscategorieën behoort passief beleggen vaak niet tot de mogelijkheden;
- In hoeverre lenen de (markt)omstandigheden zich voor actief en passief beleggen? Verschillende marktomstandigheden kunnen van invloed zijn op de afweging om actief of passief te beleggen. Voorbeelden hiervan zijn marktconjunctuur (opgaande of neergaande markten), correlatie in de markt, mate van marktefficiëntie etc. Financiële ondernemingen zullen rekening houden met deze wisselende (markt)omstandigheden bij het maken van de afweging tussen actief en passief.
- Sluit de afweging aan bij de specifieke behoeften van de klant? Bij een klant die het rendement in de markt wil volgen door middel van het aanhouden van een gespreide portefeuille zal de keuze voor een passieve belegging eerder voor de hand liggen. Bij een klant die daarentegen risico kan en wil nemen en wil proberen de markt te verslaan, zal de

keuze voor een actieve belegging eerder voor de hand liggen. Wanneer de belegger bepaalde beleggingsrestricties heeft, zoals het uitsluiten van niet-maatschappelijk verantwoorde beleggingen (zoals niet duurzame beleggingen), kan het vinden van een benchmark lastig zijn.

- Is de afweging tussen actief en passief passend bij de klant en de rest van diens portefeuille? De financiële onderneming houdt rekening met de invulling van de bestaande portefeuille bij het maken van de afweging tussen actief en passief beleggen, bijvoorbeeld het beschikbare risicobudget (op basis van onder meer de risicobereidheid van de klant) of het beschikbare kostenbudget.

Kosten meenemen in afweging

De AFM beveelt de financiële onderneming aan een kritische houding aan te nemen ten aanzien van de kosten. Dit betekent dat financiële ondernemingen onnodige kosten vermijden. Er is sprake van onnodige kosten als het totale kostenniveau substantieel hoger is dan op basis van het verwachte rendement en het genomen risico verwacht mag worden en de kosten er eveneens niet toe leiden dat met het product of de dienst op andere wijze voldoende additionele waarde wordt gecreëerd. Dit heeft gevolgen voor de kans op het behalen van de financiële doelstelling van de klant. Hoe langer de beleggingshorizon, hoe groter de relatieve impact van extra kosten op het rendement op het einde van de beleggingshorizon zal zijn.

Een belegger heeft in het algemeen drie keuzemogelijkheden: individuele titels, passieve beleggingen en actieve beleggingsfondsen. Deze keuzemogelijkheden verschillen in kostenniveau. De keuze tussen passieve beleggingen en actieve beleggingen gaat daarom deels over kosten. De financiële onderneming moet zich ervan bewust zijn dat extra kosten per definitie het rendement van de klant verlagen, terwijl de opbrengsten als gevolg van de extra kosten veelal onzeker zijn. Hoe hoger bijvoorbeeld de kosten van een fonds, hoe moeilijker het voor een fonds zal zijn de markt te verslaan (actieve fondsen) of de markt te volgen (passieve beleggingen).

De AFM beveelt de financiële onderneming aan in (beleggings)advies en vermogensbeheer een kritische houding aan te nemen ten aanzien van de kosten. Daarnaast dient de financiële onderneming zich ervan bewust te zijn dat het rendement van een belegging niet gelijk is aan het rendement van de particuliere belegger, omdat de kosten voor de dienstverlening (zoals de selectie van beleggingen en de transactiekosten) ook ten koste van het rendement gaan. Ook moet de beleggingonderneming in het oog houden dat niet alle kosten vooraf bekend zijn. Om kosten te vermijden die niet in het belang van de klant zijn, zullen de kosten van een belegging dus gemonitord en geëvalueerd worden.

Uit eerder genoemd onderzoek (paragraaf 2.5) blijkt dat klanten weinig kennis hebben van de kosten van beleggingsfondsen. De AFM beveelt daarom financiële ondernemingen aan dat zij de klant ook wijzen op de hoogte en het belang van de kosten.

Afweging vastleggen en onderbouwen

De AFM beveelt financiële ondernemingen aan dat zij kan aantonen dat in het adviestraject een gedegen afweging is gemaakt tussen actief en passief beleggen en kan motiveren waarom voor actief, passief of een combinatie van beide is gekozen. Deze afweging vormt een onderdeel van het adviestraject en daarmee van de toelichting op de totstandkoming van het advies. Van de financiële onderneming mag bijvoorbeeld worden verwacht dat zij kan beargumenteren waarom gekozen wordt voor een duurder fonds, als er ook een vergelijkbaar goedkoper fonds voorhanden is. In een dergelijk

geval zal de financiële onderneming vooraf moeten kunnen beargumenteren waarom de verwachte resultaten van het actieve fonds hoger zijn dan van de passieve belegging, hetzij via een hoger verwacht netto rendement (dus ná aftrek van alle extra kosten die gepaard gaan met actief beleggen), hetzij in een lager risicoprofiel (bijvoorbeeld door middel van het afdekken van neerwaartse systematische én specifieke risico's) en waarom het actieve fonds aansluit bij de betreffende klant.

De financiële onderneming waarborgt procedureel dat een gedegen afweging wordt gemaakt

Wetenschappelijk onderzoek laat zien dat op voorhand niet gesteld kan worden dat actief of passief beleggen beter is. Hierdoor is het belangrijk dat bij (beleggings)advies en vermogensbeheer een gedegen afweging wordt gemaakt tussen actief en passief beleggen.

In het algemeen dient de complexiteit van het beleggingsbeleid in verhouding te staan tot het niveau van de risicobeheersing en de aanwezige expertise binnen de financiële onderneming¹⁹. Een hogere complexiteit van het beleggingsbeleid vraagt om een hoger niveau van risicobeheersing en meer expertise. Wanneer extra rendement nagestreefd wordt via actieve strategieën vraagt dat dus relatief veel van de interne organisatie. Wanneer daarentegen wordt gekozen voor een volledig passieve invulling van de strategische asset allocatie is geen kennis nodig van complexe actieve strategieën en hoeft geen inschatting gemaakt te worden van de vaardigheden (skill) van de actieve manager.

De AFM beschouwt financiële ondernemingen die procedureel waarborgen dat een gedegen afweging tussen actief en passief beleggen wordt gemaakt als goed voorbeeld. Dit betekent onder meer dat de financiële onderneming hieromtrent beleid heeft geformuleerd, waarin onder meer is opgenomen wie de afweging tussen actief en passief beleggen maakt, hoe de afweging wordt gemaakt, hoe de afweging wordt geëvalueerd en op welke wijze deze wordt vastgelegd. Vanzelfsprekend is het opstellen van beleggingsbeleid niet voldoende: de financiële onderneming moet ook naar haar beleid handelen.

Monitoring

Daarnaast geeft de AFM financiële ondernemingen de suggestie mee om de (markt)omstandigheden die een potentiële impact hebben op de afweging tussen actief en passief beleggen te monitoren. Monitoren is een continu proces.

De uitkomst van de afweging kan over de tijd wijzigen, mede door veranderende marktomstandigheden. De AFM geeft financiële ondernemingen daarom tevens de suggestie mee om een eerder gemaakte afweging tussen actief en passief beleggen periodiek te evalueren. De frequentie hiervan is mede afhankelijk van de snelheid en de richting van veranderende (markt)omstandigheden, maar zal in ieder geval jaarlijks worden uitgevoerd. Er kunnen goede redenen zijn (zoals transactiekosten) waardoor de uitkomst van de (her)overweging over actief dan wel passief beleggen niet (direct) wordt doorgevoerd in de portefeuille van de klant.

¹⁹ Naar: De Nederlandsche Bank, Nieuwsbericht 28 april 2011, *Beleggingsbeleid en risicobeheer pensioenfondsen blijft voor verbetering vatbaar*

3.5 Financiële ondernemingen informeren bij (beleggings)advies en vermogensbeheer de klant vooraf over de achtergrond van de afweging tussen actief en passief beleggen

De AFM wil dat de informatieachterstand van particuliere beleggers ten opzichte van financiële ondernemingen vermindert. Financiële ondernemingen kunnen daaraan bijdragen door bij (beleggings)advies en vermogensbeheer de klant voorafgaand aan de initiële invulling van de portefeuille te wijzen op informatie over actief en passief beleggen. Deze informatie moet op objectieve wijze de voor- en nadelen van beide alternatieven weergeven. Om de informatieasymmetrie tussen financiële ondernemingen en beleggers te verkleinen is echter ook een kritische houding van de belegger vereist, evenals een inspanning van de belegger ten aanzien van de informatie die de financiële onderneming verstrekt over actief en passief beleggen.

Bovendien beveelt de AFM financiële ondernemingen aan de klant voorafgaand aan de dienstverlening te informeren over de mate waarin de financiële onderneming actief of passief beleggen aanbiedt en wat de visie van de financiële onderneming ten aanzien van actief en passief beleggen is. Klanten dienen zich ervan bewust te zijn dat de keuze voor actief of passief een belangrijke keuze is die gemaakt moet worden voordat daadwerkelijk belegd gaat worden. Hiermee vergroot de financiële onderneming de transparantie van het beleggingsbeleid ten aanzien van actief en passief beleggen en wordt gewaarborgd dat de initiële behoefte van de klant daadwerkelijk aansluit bij de invulling van het beleggingsbeleid.

De AFM beveelt financiële ondernemingen tevens aan om de klant gedurende de dienstverlening op hoofdlijnen te informeren over de keuze voor actief, passief of een combinatie van beiden en te motiveren op grond waarvan deze keuze wordt gemaakt. De AFM verwacht niet dat bij ieder (beleggings)advies dat wordt gegeven toegelicht wordt waarom gekozen wordt voor een actieve of passieve belegging, maar wel dat dit op hoofdlijnen voorafgaand aan de dienstverlening wordt besproken en dat het daarna periodiek wordt besproken.

3.6 Financiële ondernemingen informeren bij (beleggings)advies en vermogensbeheer de klant achteraf over de impact van actief en passief beleggen

De AFM beveelt financiële ondernemingen aan om haar klanten op begrijpelijke en evenwichtige wijze te informeren over de behaalde resultaten, zodat klanten in staat worden gesteld de kwaliteit en de toegevoegde waarde van de beleggingsdienstverlening vast te stellen. Kosten spelen hierin, gezien hun impact op het rendement en op het behalen van de doelstelling door de klant, een belangrijke rol. Hetzelfde geldt voor het genomen risico in relatie tot de risicobereidheid van de klant.

Om de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening inzichtelijker te maken, wordt de particuliere belegger in staat gesteld om de toegevoegde waarde van een actieve of passieve invulling achteraf te kunnen toetsen. De AFM geeft financiële ondernemingen de suggestie mee om achteraf periodiek te rapporteren hoe per beleggingscategorie de prestaties van de actieve en passieve beleggingen zich verhouden tot de prestaties van de relevante benchmark in dezelfde periode. Naast het behaalde rendement van de beleggingscategorie zullen ook de kosten en het genomen risico achteraf gerapporteerd worden. De financiële onderneming kan de klant hierover op eigen wijze informeren en uiteraard kan dit ook een onderdeel zijn van de reguliere rapportages.

Afsluiting

In deze leidraad zijn aanbevelingen weergegeven voor financiële ondernemingen ten aanzien van actief en passief beleggen. De AFM gaat er vanuit dat financiële ondernemingen die het belang van de klant centraal stellen overeenkomstig de aanbevelingen in deze leidraad omgaan met actief en passief beleggen. Deze aanbevelingen zien er als volgt uit:

1. Bewustwording dat actief beleggen niet per definitie beter is dan passief beleggen en andersom
2. Aanbieders bieden alleen beleggingsproducten aan die waarde toevoegen
3. Financiële ondernemingen selecteren voor hun klanten alleen beleggingsproducten die waarde toevoegen
4. Financiële ondernemingen maken in (beleggings)advies en vermogensbeheer een gedegen afweging maken tussen actieve en passieve beleggingen en stemmen deze af op de specifieke situatie
5. Financiële ondernemingen informeren bij (beleggings)advies en vermogensbeheer de klant vooraf over de achtergrond van de afweging tussen actief en passief beleggen
6. Financiële ondernemingen informeren bij (beleggings)advies en vermogensbeheer de klant achteraf over de impact van actief en passief beleggen

Bijlage: Samenvatting literatuurstudie ‘De wetenschap over de resultaten van actief en passief beleggen’

Deze bijlage is een verkorte weergave van de AFM literatuurstudie naar de prestaties van actief en passief beleggen. De AFM heeft deze literatuurstudie geschreven om het inzicht in de wetenschappelijke literatuur naar actief en passief beleggen te vergroten. De AFM heeft eerder in de *Leidraad zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw* (2009) opgemerkt dat het opvallend is dat in de Nederlandse markt vrijwel alleen maar actieve fondsen worden aangeboden en geadviseerd, terwijl het wetenschappelijke onderzoek kritisch lijkt over de prestaties van actieve beleggingsfondsen. Om meer inzicht te krijgen in deze schijnbare tegenstrijdigheid, heeft de AFM een overzicht gemaakt van de wetenschappelijke literatuur naar actief en passief beleggen. De literatuurstudie is mede gebruikt om te bepalen wat de AFM van beleggingsondernemingen verwacht als het gaat om actief en passief beleggen.

In de literatuurstudie wordt met actief beleggen bedoeld dat de fondsmanager op grond van een bepaalde visie over toekomstig risico en rendement een portefeuille samenstelt die bewust van de index afwijkt om te proberen een extra rendement te behalen ten opzichte van de index. In de literatuurstudie wordt met passief beleggen bedoeld dat men zonder bepaalde visie op het toekomstig risico en rendement van het beleggingsuniversum van een index zo nauwkeurig mogelijk een bepaalde index volgt. Het rendement van passieve beleggingen zal dus relatief dicht bij het rendement van de index liggen, terwijl het rendement van actief fondsbeleggen relatief ver, in positieve of in negatieve zin, van het rendement van de index kan liggen.

In deze verkorte weergave van de literatuurstudie worden achtereenvolgens de theoretische inzichten op actief en passief beleggen, methodologische kwesties bij empirisch onderzoek, de resultaten van empirische onderzoeken naar aandelenfondsen en de resultaten van empirische onderzoeken naar obligatiefondsen besproken. Voor meer informatie verwijzen we naar de literatuurstudie *De wetenschap over de resultaten van actief en passief beleggen*.

1. Theoretische inzichten

Als markten efficiënt zijn, is het niet mogelijk om structureel betere rendementen te behalen dan de markt. Een efficiënte markt is in de Efficiënte Markt Hypothese een markt waarin de prijzen van effecten (zoals aandelen en obligaties) alle beschikbare informatie weergeven. Zowel in de wetenschap als in de praktijk is men het er over eens dat markten niet altijd volledig efficiënt zijn, bijvoorbeeld omdat het even duurt voordat nieuwe informatie in de prijs van effecten is verwerkt of omdat de markt deze informatie in zijn geheel niet of slechts gedeeltelijk in de prijs verwerkt. Het is daarom niet onmogelijk om met actief beleggen een hoger rendement dan de markt te behalen. Men is het er echter niet over eens in hoeverre markten efficiënt zijn. Uiteindelijk gaat het de belegger er niet om in hoeverre markten efficiënt zijn, maar in hoeverre de belegger van inefficiënties kan profiteren en dus een hoger rendement kan behalen.

Om te kunnen testen of markten efficiënt zijn, is het nodig om enerzijds te weten wat de prijs is als alle beschikbare informatie in de prijs is verwerkt en anderzijds wat de daadwerkelijke prijs in de markt is. Als deze twee prijzen (de theoretische prijs en de marktprijs) niet overeenkomen, is er sprake van inefficiëntie in de markt. De theoretische prijs kan echter niet met zekerheid worden vastgesteld. De wetenschap heeft hiervoor verschillende modellen ontwikkeld, maar deze modellen geven geen zekerheid dat de theoretische prijs daadwerkelijk alle beschikbare informatie weergeeft.

Als gevolg hiervan weten we niet zeker of de theoretische prijs juist is en dus of de theoretische prijs en de marktprijs overeenkomen en dus of er sprake is van efficiëntie in de markt.

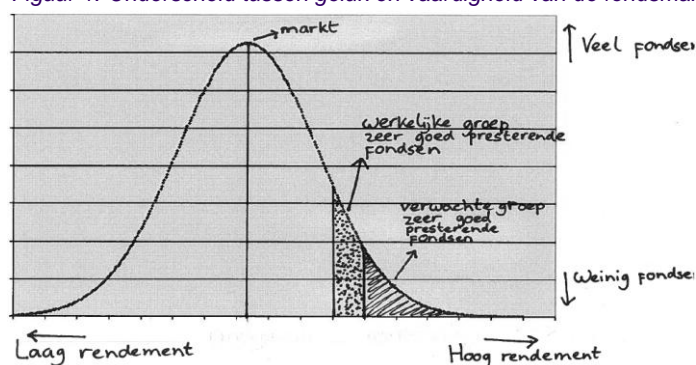
2. Methodologische kwesties bij empirisch onderzoek

In het onderzoek naar de prestaties van beleggingsfondsen spelen verschillende methodologische kwesties een rol. Deze methodologische kwesties zorgen ervoor dat de uitkomsten van de in de literatuurstudie onderzochte studies niet altijd eenduidig geïnterpreteerd kunnen worden en daarom met enige terughoudendheid bestudeerd moeten worden.

Zo dienen ten eerste verschillende keuzes gemaakt te worden over hoe het empirisch onderzoek uitgevoerd wordt. De gemaakte keuzes hebben vaak hun eigen voordelen en nadelen en zijn dan ook niet automatisch goed of fout, maar zorgen er wel voor dat onderzoeksresultaten van elkaar kunnen verschillen. Keuzes die gemaakt moeten worden zijn het selecteren van onderzoeksdata (onderzoek je bijvoorbeeld Amerikaanse of Europese fondsen?), het kiezen van een rendementsmaatstaf (kijk je bijvoorbeeld naar het behaalde rendement of naar het voor risico gecorrigeerde rendement, zoals de Sharpe ratio of Jensen's alpha?) en het kiezen van een benchmark (vergelijk je bijvoorbeeld het rendement met een index of met een theoretische index zoals het Fama en French drie factor model?). Een tweede methodologische kwestie is de kwaliteit van de onderzoeksdata, bijvoorbeeld als gevolg van survivorship bias. Deze bias (vertekening) in de onderzoeksdata ontstaat doordat met name de relatief slecht presterende fondsen gedurende de onderzochte periode uit de onderzoeksgroep verdwijnen.

Een derde methodologische kwestie is het onderscheid tussen geluk en vaardigheid van de fondsmanager. Het is moeilijk om te zeggen of fondsmanagers betere resultaten dan de markt behalen als gevolg van geluk of als gevolg van hun vaardigheid. Ter illustratie is in Figuur 1 een groep zeer goed presterende fondsen weergegeven. Als in een bepaalde periode de werkelijke groep zeer goed presterende fondsen (het gestippelde deel) significant groter is dan wat er op basis van de statistiek (het schuin gearceerde deel) verwacht mag worden, is het aannemelijk dat een aantal fondsmanagers in deze groep de vaardigheid bezit om de markt te verslaan. Welke fondsmanagers de markt verslaan op basis van vaardigheid en welke fondsmanagers de markt verslaan op basis van geluk is niet eenvoudig te zeggen. Het is daarom lastig op voorhand een fonds met een vaardige fondsmanager te selecteren. Als een fondsmanager echter meerdere perioden de markt weet te verslaan is dit een indicatie dat de fondsmanager mogelijk vaardigheid bezit en dus wellicht de volgende periode ook betere rendementen zal behalen dan de markt. Om deze reden wordt in de wetenschappelijke literatuur veel onderzoek gedaan naar persistentie in rendementen.

Figuur 1: Onderscheid tussen geluk en vaardigheid van de fondsmanager



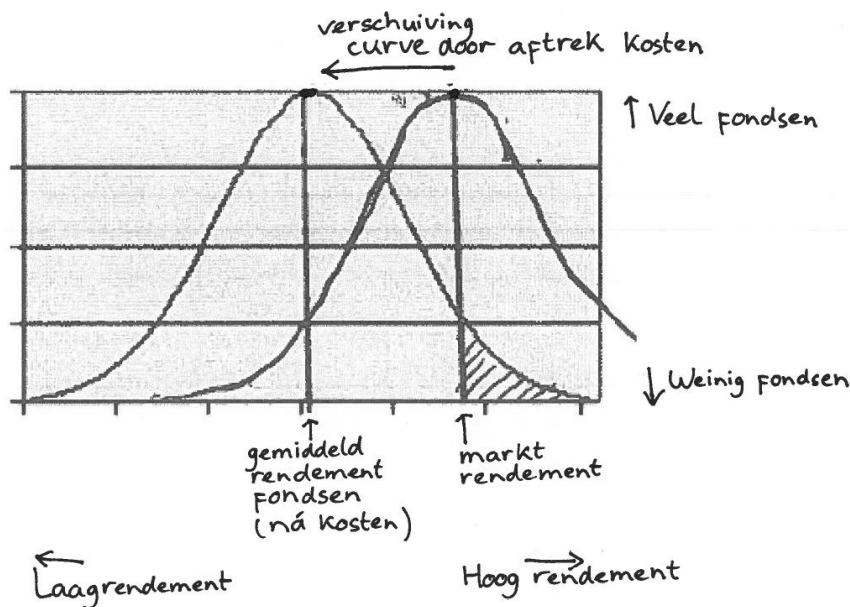
Bron: AFM

3. Empirische onderzoeken naar aandelenfondsen

Er is veel onderzoek gedaan naar de prestaties van aandelenfondsen. Deze studies richten zich voornamelijk op de volgende onderzoeksvragen: 'zijn aandelenfondsen als groep in staat hogere, voor risico gecorrigeerde, rendementen te behalen dan hun benchmark?' en 'zijn de rendementen van beleggingsfondsen persistent?'.

Vrijwel alle onderzoeken concluderen dat aandelenfondsen als groep en na aftrek van kosten lagere rendementen behalen dan de verschillende benchmarks waarmee ze worden vergeleken. Deze uitkomst is ook intuïtief te verklaren doordat er, voor aftrek van kosten, ten opzichte van een index altijd evenveel winnaars als verliezers zijn. Beleggen in een fonds brengt echter altijd kosten met zich mee. Na aftrek van kosten zijn er daarom ten opzichte van de index altijd meer verliezers dan winnaars. In Figuur 2 is grafisch weergegeven dat de helft van de fondsen voor aftrek van kosten betere resultaten behaalt dan het marktrendement en door aftrek van kosten het gemiddeld rendement van fondsen naar links verschuift en dus lager wordt, waardoor na aftrek van kosten minder dan de helft (gearceerde deel) van de fondsen betere resultaten behaalt dan het marktrendement.

Figuur 2: Beleggen als zero sum game



Bron: AFM

Dat fondsen als groep de markt niet verslaan sluit echter niet uit dat individuele fondsen in achtereenvolgende perioden hogere rendementen kunnen behalen dan de benchmark. Bovendien zijn er studies die suggereren dat actieve fondsen waarvan de beleggingen substantieel van de index afwijken een hogere kans hebben de markt te verslaan dan de gehele groep actieve fondsen. Hoe vaardiger de fondsmanager, hoe waarschijnlijker het is dat de fondsmanager in achtereenvolgende perioden goede rendementen zal behalen. Om deze reden wordt in de wetenschappelijke literatuur veel onderzoek gedaan naar persistentie in rendementen. Het is echter, zoals eerder besproken, niet eenvoudig om onderscheid te maken tussen goede prestaties als gevolg van geluk en goede prestaties als gevolg van de vaardigheid van de fondsmanager.

Veel studies meten persistentie in rendementen door de fondsen te rangschikken van best naar slechtst presterende fondsen en te onderzoeken of in de daaropvolgende periode dezelfde fondsen tot de best en slechtst presterende fondsen behoren. Zo ja, dan is er sprake van relatieve persistentie in rendementen. Zo nee, dan is relatieve persistentie in rendementen niet aangetoond.

De onderzochte studies vonden in ongeveer tweederde van de gevallen relatieve persistentie in rendementen. Deze persistentie vond men echter vaker op korte termijn (1 maand tot 2 jaar) dan op lange termijn. Om te kunnen profiteren van deze persistentie moeten beleggers echter vaak wisselen tussen fondsen, wat tot transactiekosten zal leiden. De onderzochte studies tonen daarnaast aan dat persistentie vaker onder slecht presterende fondsen plaatsvond dan onder goed presterende fondsen. Relatieve persistentie onder goed presterende fondsen geeft aan dat fondsen het ten opzichte van de andere fondsen meerdere perioden achter elkaar goed doen, maar dit hoeft niet per definitie te betekenen dat deze fondsen steeds de benchmark zullen verslaan.

4. Empirische onderzoeken naar obligatiefondsen

Naar de prestaties van obligatiefondsen is minder onderzoek gedaan dan naar de prestaties van aandelenfondsen. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat er minder factoren zijn die invloed hebben op het rendement van obligatiefondsen. Hierdoor zijn er voor actief management minder mogelijkheden om waarde toe te voegen.

De uitkomsten van de studies naar obligatiefondsen wijzen in hoofdlijnen dezelfde richting op als de uitkomsten van studies naar aandelenfondsen. Ook obligatiefondsen presteren als groep en na aftrek van kosten slechter dan de benchmark. De uitkomsten met betrekking tot persistentie in de rendementen van obligatiefondsen geven geen eenduidig beeld. Er zijn studies die wel persistentie vinden en er zijn studies die geen persistentie vinden.

Conclusie

Op basis van deze literatuurstudie concluderen we dat het wetenschappelijk onderzoek, ondanks de beperkingen van de empirische studies en de wisselende onderzoeksresultaten, aantoont dat het zeer moeilijk is om op middellange en lange termijn als actief fonds structureel de markt te verslaan. In de praktijk is het vooraf selecteren van actieve fondsen die, na aftrek van kosten, de markt zullen verslaan uitzonderlijk moeilijk.

De literatuur bevat twee belangrijke tekortkomingen voor een volledig sluitende conclusie over de afweging tussen actief en passief beleggen. Ten eerste worden de prestaties van fondsen vergeleken met een index of benchmark waar een belegger niet direct in kan beleggen. Ten tweede, brengt beleggen in een index door middel van passieve producten ook kosten met zich mee, maar zijn de resultaten van passieve beleggingen nog nauwelijks onderzocht.

Autoriteit Financiële Markten

T + 020 797 2000 | F +020 797 3800

Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam

www.afm.nl

De tekst in deze brochure 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 brochure.

Amsterdam, oktober 2011