

Evidence Based Indexbeleggen

EBI Capital Partners

EBI CAPITAL

Evidence Based Indexbeleggen

EBI Capital Partners

Inhoud

INLEIDING	3
WAAROM BELEGGEN?	5
WAT IS BELEGGEN?.....	6
WAT HEEFT BELEGGEN OPGELEVERD?.....	6
DE ASSETMIX BEPAALT (BIJNA) ALLES	7
HOE BELANGRIJK IS DE ASSETMIX?	7
DE RENDEMENTS-RISICO KARAKTERISTIEKEN VAN DE DIVERSE BELEGGINGSCATEGORIEËN	9
VERSCHILLEN IN VERWACHT RENDEMENT.....	9
RENDEMENTSBEPALENDE RISICOPREMIËS	10
FACTOREN	10
OBLIGATIEFACTOREN.....	10
OBLIGATIEFACTOR: TIJD	11
OBLIGATIEFACTOR: KREDIETWAARDIGHEID	11
DE BOUWSTENEN VAN EBI'S MODELPORTEFEUILLES	12
AANDELENBOUWSTEEN: MARKT	12
AANDELENBOUWSTEEN: WAARDE.....	13
AANDELENBOUWSTEEN: GROOTTE.....	14
IMPLEMENTATIE VAN FACTOREN: WINSTGEVENDHEID EN MOMENTUM.....	15
OBLIGATIEBOUWSTEEN: MARKT.....	17
OBLIGATIEBOUWSTEEN: BEDRIJFSOBLIGATIES	17
WETENSCHAPPELIJKE BELEGGINGSFEITEN	18
NOBELPRIJSWINNAAR HARRY MARKOWITZ [1990]	18
NOBELPRIJSWINNAAR JAMES TOBIN [1981]	18
NOBELPRIJSWINNAARS FRANCO MODIGLIANI [1985] & MERTON MILLER [1990].....	18
NOBELPRIJSWINNAAR EUGENE FAMA [2013].....	19
NOBELPRIJSWINNAAR WILLIAM F. SHARPE [1990]	19
CONCLUSIES.....	20
BELEGGEN LOONT.....	20
PORTEFEUILLE-OPTIMALISATIE.....	20
HERBALANCEREN IS CRUCIAAL.....	22
VOORDEEL HERBALANCEREN: PER EENHEID RISICO MEER RENDEMENT	23
VOORDEEL: MEER VERMOGENSOPBOUW BIJ VOLATIELE MARKTEN	24
WAT IS DE BESTE BELEGGINGSMETHODIEK?	26
KENMERKEN VAN ACTIEF BEHEER	26
FEIT: PROFESSIONELE BELEGGERS PRESTEREN GEMIDDELD SLECHTER DAN DE MARKT	27
FEIT: BELEGGEN IN DE WINNAARS VAN GISTEREN IS EEN SLECHTE STRATEGIE.....	27
FEIT: HOE HOGER DE KOSTEN, HOE LAGER JOUW RENDEMENTSKANS	28
FEIT: HOE ACTIEVER, HOE LAGER JOUW RENDEMENTSKANS.....	28

FEIT: COMBINATIES VAN ACTIEF BEHEERDE BELEGGINGSFONDSEN VERLAGEN JOUW RENDEMENTSKANS	29
WAAROM IS HET ZO LASTIG OM DE MARKT TE VERSLAAN?	30
DE BELEGGINGSINDUSTRIE PROMOOT ACTIEF BEHEER	31
KENMERKEN VAN CONVENTIONEEL INDEXBELEGGEN	33
DE NADELEN VAN INDEXBELEGGEN	33
NADEEL 1: STIJLDRIFT	33
INDEXBELEGGERS BELEGGEN IN BUBBELS	34
DE WERKELIJKE UNDERPERFORMANCE BIJ INDEXBELEGGEN IS GROTER DAN DE KOSTEN	34
ONZICHTBARE MARKTIMPACTKOSTEN	35
COMMERCIËLE INDICES HANTEREN GEEN WETENSCHAPPELIJKE DEFINITIES	35
KENMERKEN VAN EVIDENCE-BASED INDEXBELEGGEN	36
DUURZAAMHEID	37
WETTELIJK KADER	37
DRIE DUURZAAMHEIDSCATEGORIEËN	38
ESG (ENVIRONMENT, SOCIAL EN GOVERNANCE)	38
SRI (SOCIALY RESPONSIBLE INVESTMENTS)	38
OP WELKE MANIER VINDT EEN SCREENING PLAATS?	38
DE UITSLUITINGSMETHODE (NEGATIVE SCREENING)	38
DE BEST IN CLASS-METHODE (NEGATIVE SCREENING)	39
POSITIVE SCREENING (POSITIVE SCREENING)	39
DUURZAAMHEIDSRISICO'S	39
PRAKTISCHE PROBLEMEN	41
DOWNGRADE VAN VEEL FONDSEN	41
DE PRESTATIES VAN DUURZAAM BELEGGEN	42
ECONOMISCHE THEORIE OVER DUURZAAMHEIDSVORKEUREN, RISICO EN DIVERSIFICATIE	42
SELECTIEMETHODIEK EBI CAPITAL	46
FOCUS OP UITSTOOT VAN BROEIKASGASSEN	46
BETROKKEN AANDEELHOUDERSCHAP	47
CONCLUSIE DUURZAAMHEID	47
TOT SLOT: VALKUILEN DIE VOOR EEN LAGER RENDEMENT ZORGEN	48
VALKUIL 1. REAGEREN OP DE DAGELIJKSE FLUCTUATIES	48
VALKUIL 2. LUISTEREN NAAR BELEGGINGSGOEROE'S	49
VALKUIL 3. REAGEREN OP NIEUWS UIT DE MEDIA	50
VALKUIL 4. JOUW GEDRAG	50
VALKUIL 5. NAJAGEN VAN PERFORMANCE	51
OVER EBI CAPITAL	53

Inleiding

Als het om jouw geld gaat, wie heb je dan het liefst aan je zijde? Vertrouw je jouw vermogen toe aan de researchafdeling van een winst gedreven grootbank, een paar goedwillende experts van een zelfstandige vermogensbeheerder, vertrouw je op een kleine selectie van duizenden commerciële indices of kies je liever voor Nobelprijswinnaars en academici die volledig onafhankelijk onderzoek hebben gedaan naar de werking van financiële markten. Onderzoeken die zijn gecontroleerd en geverifieerd door onafhankelijke deskundigen.

Als je klachten hebt en besluit naar een huisarts te gaan, dan verwacht je dat het niet uitmaakt welke huisarts je treft. De diagnose zal immers altijd hetzelfde zijn. Huisartsen zijn namelijk academisch geschoold en de basis voor hun diagnose is peer-gereviewed academisch onderzoek. Dit wordt evidence-based medicine genoemd. Elke huisarts houdt hier zich aan.

Hoe anders werkt het in de beleggingsindustrie. Elke grootbank en de meeste zelfstandige vermogensbeheerders hanteren hun eigen - vaak 'uniek genoemde' beleggingsfilosofie. Deze filosofieën zijn maar al te vaak indrukwekkend beschreven¹ maar staan – helaas – vaak haaks op academisch bewezen beleggingsprincipes. Welke beleggingsfilosofie je gaat volgen wordt eigenlijk bepaald door puur toeval, namelijk de instelling waar je gaat beleggen.

Bij EBI Capital willen wij met jouw vermogen geen enkel onnodig risico nemen. Daarom kiezen wij voor een wetenschappelijke benadering m.b.t. beleggen. Onze beleggingsfilosofie is volledig gebaseerd op wetenschappelijke literatuur. Veel van deze onderzoeken zijn beloond met een Nobelprijs.

Beleggen met EBI Capital is vermogensbeheer met Nobelprijswinnaars aan je zijde. Dat levert aantoonbaar meer rendement op.

Hierin zijn we sinds 2005 behoorlijk succesvol geweest. Dit heeft geleid tot een stabiele groei van tevreden cliënten. Cliënten die de grootst mogelijke kans wensen op een betere financiële toekomst voor zichzelf. Cliënten die beleggen met Nobelprijswinnaars aan hun zijde.

Het is nu tijd voor een betere financiële toekomst!

Welkom bij EBI Capital

¹ ABN AMRO: "Onze beleggingsstrategie kan omschreven worden als actief en is gebaseerd op fundamentele gronden. Hierbij maken we gebruik van kwantitatieve analyses (zoals screening, risicoanalyses en technische analyses) in het beslissingsproces om een efficiënte en tijdige besluitvorming te borgen".

ING Bank: "Daarbij maken we vooral gebruik van fundamentele analyse en duurzaamheidsanalyse, aangevuld met technische analyse. Actieve keuzes zijn de tactische assetallocatie en de invulling daarvan met beleggingsinstrumenten zoals beleggingsfondsen (waaronder indexfondsen)".

Inleiding

Welkom bij EBI Capital!

EBI staat voor Evidence Based Indexbeleggen. Deze naam past bij onze overtuiging dat beleggen op basis van de laatste onafhankelijke wetenschappelijke inzichten uiteindelijk het beste rendement oplevert. Onze beleggingsfilosofie is hier volledig op gebaseerd. Dat maakt ons anders dan grootbanken en andere vermogensbeheerders.

Waarom wij zo werken? Vergelijk het met een bezoek aan een medisch specialist. Dan vertrouwt je er voor jouw gezondheid op dat de behandeling die je krijgt in elk ziekenhuis 'evidence-based medicine' is. De beleggingswereld werkt helaas anders. Afhankelijk van de bank of vermogensbeheerder waar je naar binnen stapt, zal je de 'unieke' beleggingsfilosofie van die instelling voorgeschreven krijgen. Terwijl dit lang niet altijd gebaseerd is op de meest actuele wetenschappelijke inzichten.

Bij EBI Capital is alles wat we doen gebaseerd op wetenschappelijk onderzoek. Veel van deze onderzoeken zijn zelfs beloond met een Nobelprijs. Met deze manier van werken zijn we al sinds 2005 succesvol. Dit heeft geleid tot een stabiele groei van tevreden cliënten. Cliënten die in heel veel opzichten van elkaar verschillen maar die met elkaar gemeen hebben dat ze ervan overtuigd zijn dat onze manier van werken zorgt voor de grootste kans op een betere financiële toekomst.

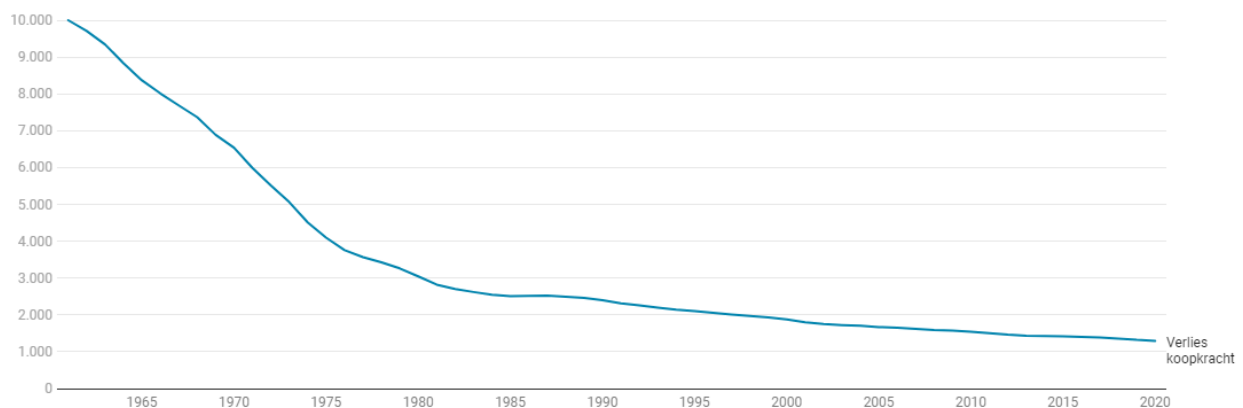
In dit document lees je meer over beleggen in het algemeen, de verschillende manieren waarop je kunt beleggen en waarom evidence-based indexbeleggen uiteindelijk de verstandigste keuze is.

Heb je vragen of opmerkingen over onze beleggingsfilosofie of wil je weten wat EBI Capital voor jou kan betekenen? Aarzel dan niet om contact op te nemen door te bellen met één van onze adviseurs of door een e-mail te sturen naar info@ebicapital.nl.

Waarom beleggen?

Er zijn verschillende goede redenen om te gaan beleggen. Een aanvulling op je pensioen bijvoorbeeld. Of de mogelijkheid om je hypotheek af te kunnen lossen. Beleggen kan ervoor zorgen dat je op de lange termijn meer vermogen hebt. En dus meer koopkracht.

Nog een belangrijke reden om te beleggen: sparen kost je geld. Als we rekening houden met inflatie, belastingen en bankkosten, wordt het vermogen op je spaarrekening gemiddeld per jaar 3% minder waard. Zeker op de lange termijn heeft dit een groot negatief effect op de koopkracht van je vermogen. Stel je voor dat je in 1960 € 10.000,- aan vermogen zou hebben gehad op een spaarrekening, dan zou dit nu nog maar iets meer dan € 1.000,- waard zijn.

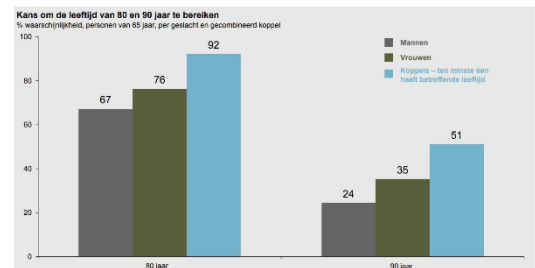


Als je in staat bent om gemiddeld per jaar enkele procenten meer rendement op jouw vermogen te behalen, is dit al snel het verschil tussen een goed of een matig pensioen. Vaak is het daarom gewoon noodzakelijk om te gaan beleggen.

Mensen worden steeds ouder. Deze grafiek toont de kans om de leeftijd van 80 of 90 jaar te bereiken voor iemand die nu 65 jaar is. Een 65-jarig echtpaar zou verrast kunnen zijn dat er ongeveer 50% kans is dat ten minste één van hen nog eens 25 jaar zal leven, en de leeftijd van 90 jaar bereikt. Jouw geld moet dus ook misschien langer meegaan dan je nu denkt.

EBI Capital helpt jou met het geven van financieel inzicht. Hoeveel vermogen heb je nu in de toekomst nodig? Hoeveel rendement op jouw vermogen heb je nodig om dit te realiseren? Hoeveel risico kan en wil je lopen?

Wij helpen je bij het beantwoorden van deze belangrijke vragen.



Wat is beleggen?

Beleggen is het investeren van geld voor langere of kortere tijd met als doel om in de toekomst financieel voordeel te behalen. Er zijn twee manieren om te beleggen: beleggen in aandelen of beleggen in obligaties. Als je belegt in aandelen, ben je mede-eigenaar van de onderneming. Als mede-eigenaar heb je recht op een deel van de winst die de onderneming maakt. Sommige ondernemingen keren een deel van de winst uit in de vorm van dividend.

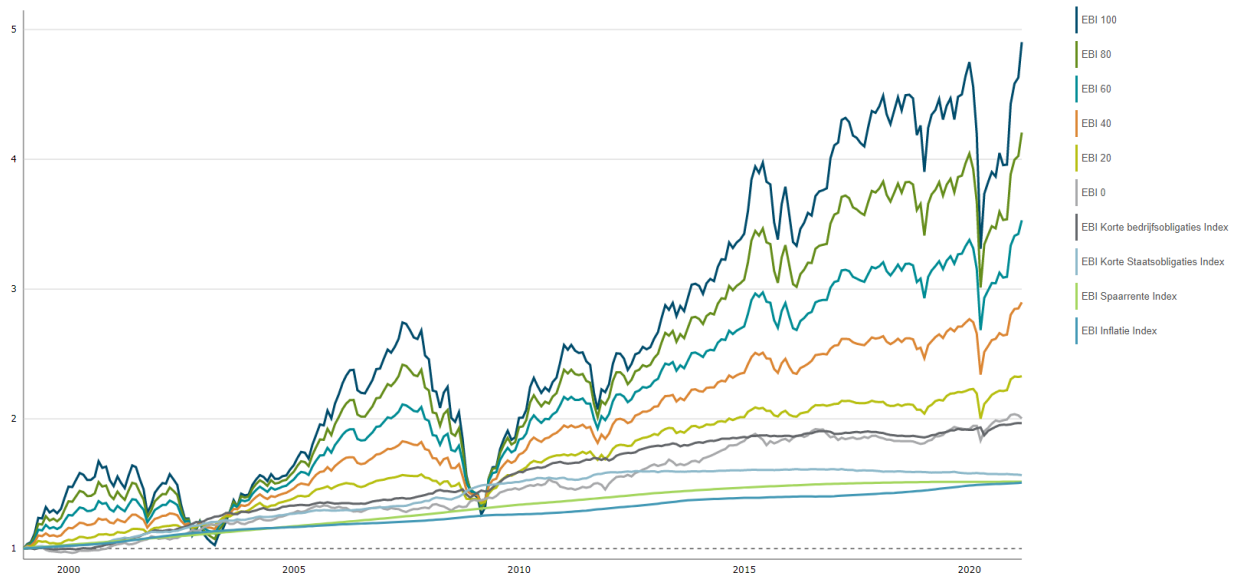
Je kunt ook beleggen in obligaties. Een obligatie is een lening die is uitgegeven door overheden of landen. Een obligatie geeft de belegger een - meestal vaste - rentevergoeding en aan het einde van een vaststaande looptijd wordt de obligatie terugbetaald.



Aandelen en obligaties worden verhandeld op beurzen.

Wat heeft beleggen opgeleverd?

De kapitaalmarkt heeft lange termijn beleggers beloofd met een positief rendement op hun investering. Historisch gezien hebben de aandelen- en obligatiemarkten voor een vermogensgroei gezorgd die hoger is dan de waardedaling door inflatie en sparen.



De assetmix bepaalt (bijna) alles

Academici hebben al vele decennia financiële markten geanalyseerd. Wat zijn de factoren die het rendement van aandelen en obligaties bepalen? Het belangrijkste is de verhouding tussen aandelen, obligaties en andere soorten beleggingen: de assetmix. Een verstandige beleggingsstrategie begint met een assetmix die geschikt is voor het realiseren van jouw beleggingsdoelstelling. De mix moet gebaseerd zijn op redelijke verwachtingen met betrekking tot verwacht rendement en risico.

Omdat alle beleggingen – ook sparen – nu eenmaal altijd risico's met zich meebrengen, moeten beleggers het risico en de potentiële beloning tegen elkaar afwegen. Hierbij zijn er vier belangrijke stelregels waar wij mee werken.

1. De verhouding tussen aandelen, obligaties en andere soorten beleggingen in een gediversifieerde portefeuille bepaalt het allergrootste deel van het rendement en de schommelingen in waarde (volatiliteit).
2. Pogingen om schommelingen in waarde op de korte termijn te vermijden door minder in aandelen te gaan beleggen zorgt weer voor andere soorten risico's, waaronder het risico dat jouw vermogen haar koopkracht verliest..
3. Realistische rendementsveronderstellingen - geen verwachtingen - zijn essentieel bij het selecteren van de optimale mix.
4. De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën veranderen voortdurend en snel, zodat je wel moet diversifiëren.

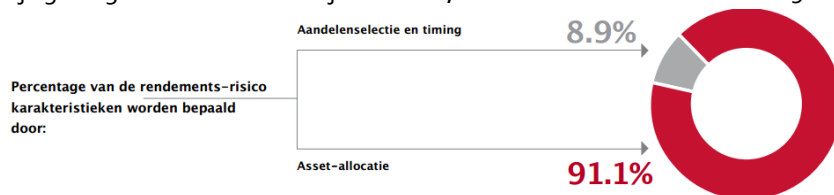
Hoe belangrijk is de assetmix?

Bij het samenstellen van een portefeuille om een specifieke doelstelling te verwezenlijken, is het van cruciaal belang om een combinatie van beleggingscategorieën te kiezen die jou de beste kans biedt om dat doel te bereiken.

Er vanuit gaande dat je breed gespreide beleggingen gebruikt, zal de mix van deze beleggingscategorieën zowel het rendement als de variatie van het rendement van de totale portefeuille bepalen.

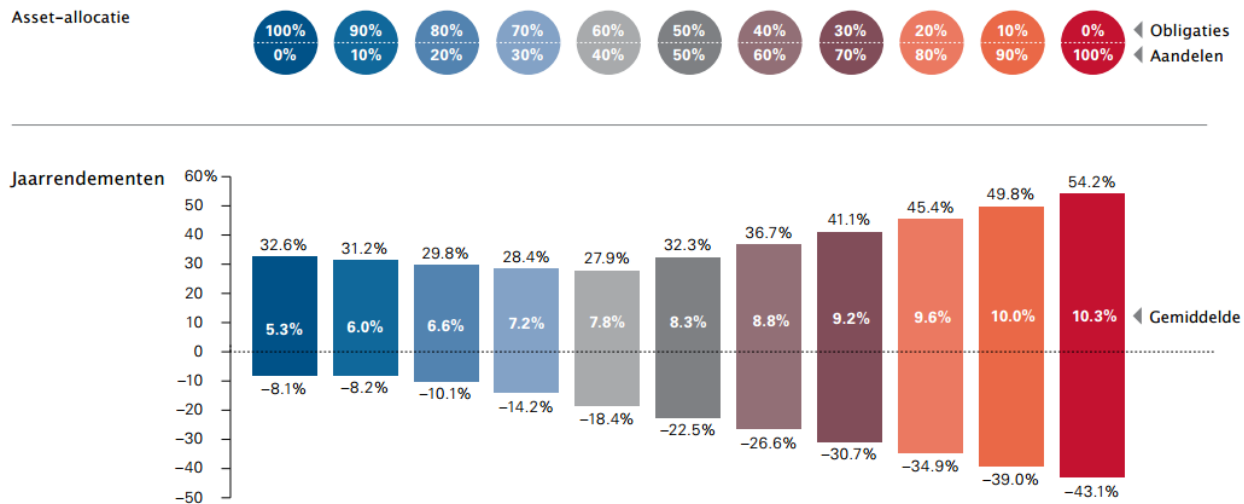
Dit is zowel in theorie als in de praktijk goed gedocumenteerd. Bijvoorbeeld, de baanbrekende studie² uit 1986 is door talloze onderzoeken bevestigd. De conclusies liggen tussen de 90% en 95%.

De belangrijkste beleggingscomponenten zijn aandelen en obligaties. Aan de hand van een voorbeeld laten wij je zien welke invloed de spreiding tussen beide componenten heeft op de rendements-risico karakteristieken van de beleggingsportefeuille. De getallen in het midden van de balken in de grafiek tonen het gemiddelde jaarlijkse rendement sinds 1926 voor verschillende combinaties van aandelen en obligaties. De balken geven het beste en het slechtste jaarrendement.



² Determinants of Portfolio Performance, Gary P. Brinson, L. Randolph Hood and Gilbert L. Beebower Financial Analysts Journal Vol. 42, No. 4 (Jul. - Aug., 1986), p. 39-44

Hoewel dit voorbeeld betrekking heeft op een ongewoon lange periode, toont het aan waarom een belegger wiens portefeuille voor 20% uit aandelen bestaat een heel ander resultaat kan verwachten dan een belegger die voor 80% in aandelen belegt.



Beleggen in aandelen is risicovol, er niet in beleggen is misschien wel risicovoller. Je ziet gelijk dat beleggen in aandelen een stuk risicovoller is dan beleggingen in obligaties of geldinstrumenten. Dit komt omdat aandelenbezitters de eersten zijn om verliezen te realiseren die voortvloeien uit bedrijfsrisico, terwijl obligatiehouders de laatsten zijn. Bovendien ontvangen obligatiehouders een contractueel bepaalde betaling, terwijl houders van aandelen een claim op toekomstige winsten hebben. Maar de hoogte van die winst, en hoe de onderneming deze zal gebruiken, ligt buiten de controle van de belegger. Investeerders moeten dus verleid worden om deel te nemen in de onzekere toekomst van een onderneming, maar daar staat wel een hoger rendement op de langere termijn tegenover.

De korte termijn risico's van beleggen in aandelen zijn dus groot. Zelfs een portefeuille waarbij slechts de helft belegd is in aandelen, zou meer dan 22% van zijn totale waarde hebben verloren in tenminste één jaar. Waarom niet gewoon de kans op verlies minimaliseren en alleen beleggingen met een laag risico nemen?

Heel simpel. Omdat het vermijden van het risico van een (grote) waardedaling van jouw vermogen – dat je nu eenmaal loopt met aandelenbeleggingen - door te kiezen voor stabielere beleggingen zoals obligaties of sparen, jouw vermogen weer blootstelt aan andere risico's op de langere termijn.

Een van die risico's is 'opportunitetskosten', beter bekend als 'shortfall risk': omdat de portefeuille geen beleggingen met een hoger potentieel rendement heeft, is het mogelijk dat de groei van jouw vermogen onvoldoende is om jouw beleggingsdoelstellingen op de lange termijn te realiseren. Dit kun je dan alleen nog compenseren door een bedrag opzij te zetten dat in veel gevallen onrealistisch is.

Een ander risico is inflatie. Jouw portefeuille groeit misschien niet zo snel als de prijzen stijgen, zodat jouw vermogen na verloop van tijd koopkracht verliest. Zeker voor doelstellingen op de langere termijn kan inflatie bijzonder schadelijk zijn, omdat de negatieve effecten ervan zich over een lange tijdshorizon openbaren. Een

studie³ uit 2009 toonde bijvoorbeeld aan dat over een horizon van 30 jaar een gemiddeld inflatiepercentage van 3% de koopkracht van het vermogen al met meer dan 50% zou verminderen.

Voor beleggers met een langere tijdshorizon kunnen de inflatierisico's zelfs groter zijn dan de marktrisico's, waardoor vaak een aanzienlijke allocatie naar beleggingen zoals aandelen nodig is.

De rendements-risico karakteristieken van de diverse beleggingscategorieën

Sinds de jaren 50 zijn er veel doorbraken geweest op het gebied van wetenschappelijk onderzoek. Een van de eerste voorbeelden die naar voren kwam uit onderzoek in de jaren 50 was de rol die spreiding kan spelen voor een belegger in de groei van het vermogen. Een ander voorbeeld uit onderzoek in de jaren 60 liet zien dat marktprijzen zeer actuele en relevante informatie bevatten over het verwachte rendement en het risico van een belegging. Dit betekent dat de waarde van een beleggingsobject het best kan worden ingeschat aan de hand van de marktprijs. Pogingen om toekomstige marktprijzen te voorspellen en over- en ondergewaardeerde effecten te identificeren, vormen geen betrouwbare methode om het rendement te verhogen.

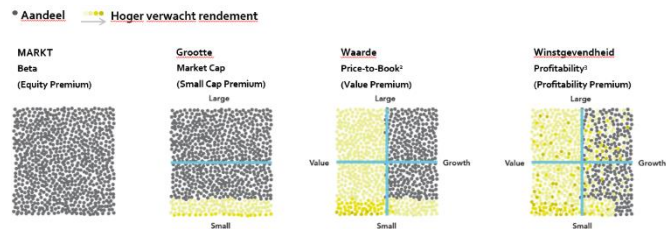
Deze lange geschiedenis van innovatie op het gebied van onderzoek zet zich voort tot op de dag van vandaag. Academici en marktdeelnemers die proberen het functioneren van effectenbeurzen beter te begrijpen, kunnen gebruikmaken van de onderzoeksresultaten bij het bereiken van hun beleggingsdoelstellingen.

Verschillen in verwacht rendement

De prijs van een aandeel hangt af van een aantal variabelen. Een van deze variabelen is bijvoorbeeld het verschil tussen de bezittingen en de schulden van een bedrijf (ook wel de boekwaarde van het eigen vermogen genoemd). Andere variabelen zijn de verwachte winsten en de disconteringsvoet die beleggers aan deze winsten toekennen. De disconteringsvoet is de verwachte winst die beleggers vragen voor het aanhouden van de aandelen. Doordat marktdeelnemers aandelen verhandelen, bereiken de marktprijzen snel een evenwichtspunt waarop de verwachte winst van een aandeel overeenkomt met het door de beleggers gevraagde niveau.

Tientallen jaren van theoretisch en empirisch onderzoek hebben aangetoond dat niet alle aandelen hetzelfde verwachte rendement hebben. Er bestaat een systematische aanpak om de verwachte verschillen vast te stellen.

Uit wetenschappelijk onderzoek blijkt dat 95% van de rendementsrisico karakteristieken van aandelen wordt bepaald door slechts enkele factoren, die we in de volgende hoofdstukken zullen behandelen. De resterende 5% wordt bepaald door factoren als timing of aandelenselectie



³ Time Diversification and Horizon-Based Asset Allocations februari 2009 The Journal of Investing 18(1):45-52

Rendementsbepalende risicopremies

Bij EBI Capital richten we onze modelportefeuilles in op basis van een aantal wetenschappelijk vastgestelde factoren die de basis vormen voor de bouwstenen van onze aandelenportefeuille.

Factoren

In de financiële academische wereld zijn Eugene Fama en Kenneth French wereldberoemd. In hun paper uit 1992 introduceerden zij het Fama-French factormodel. Dit model verklaart voor meer dan 90% de verschillen in rendement tussen gediversifieerde portefeuilles. Het bestaat uit drie bepalende factoren.

1. **De factor markt (equity premium):** het gemiddelde rendement van de totale aandelenmarkt minus het rendement van een spaarrekening. Historische waarde: 8,30%⁴.
2. **De factor grootte (small-cap premium):** het gemiddelde rendement van de kleinste helft van de aandelen min het gemiddelde rendement van de grootste helft. Historische waarde: 3,20%.
3. **De factor waarde (value-premium):** het gemiddelde rendement van de hoogste 30% van de aandelen (gerangschikt volgens B/M) minus het gemiddelde rendement van de laagste 30%. Historische waarde: 4,70%.

In 1997 werd in Mark Carhart's studie⁵ voor het eerst de factor momentum geïntroduceerd om, samen met het Fama-French factormodel, de rendementen van beleggingsfondsen te kunnen verklaren.

Een verdere bijdrage komt van Robert Novy-Marx. Zijn paper⁶ uit 2013 liet zien dat winstgevende ondernemingen aanzienlijk hogere rendementen genereren dan niet-winstgevende, ondanks het feit dat deze ondernemingen aanzienlijk hogere waarderingratio's hebben. De meest winstgevende bedrijven hebben een gemiddeld jaarlijks rendement behaald dat 3,70% per jaar hoger ligt dan dat van de minst winstgevende bedrijven. Dit idee is later uitgebreid tot de kwaliteitsfactor die een bredere reeks van kwaliteitskenmerken omvat.

In 2015 en later in 2018 hebben Fama en French een zes-factor model ontwikkeld waaraan zij de beleggings-, rentabiliteits- en momentumfactor hebben toegevoegd.

Obligatiefactoren

Net zoals we factormodellen hebben voor aandelen, bestaan er ook voor obligaties factoren die wetenschappelijk zijn aangetoond. Er zijn twee factoren die het overgrote deel van de verschillen in rendement tussen obligatieportefeuilles verklaren; het tijdsrisico (ook wel duration genoemd) en het wanbetalingsrisico (kredietrisico). In principe zijn langer lopende obligaties en obligaties uitgegeven door ondernemingen met een lagere kredietwaardigheid riskanter, maar bieden deze een hoger rendement.

⁴ De historische waarde van 8,30% betekent dat een belegger die zijn vermogen heeft geïnvesteerd in een marktkapitalisatie gewogen portefeuille gemiddeld per jaar 8,30% meer rendement heeft gerealiseerd dan de spaarder.

⁵ On Persistence in Mutual Fund Performance, Mark M. Carhart, *The Journal of Finance*. Vol. 52, No. 1 (Mar., 1997), pp. 57-82

⁶ The other side of value: The gross profitability premium. Robert Novy-Marx. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.003>

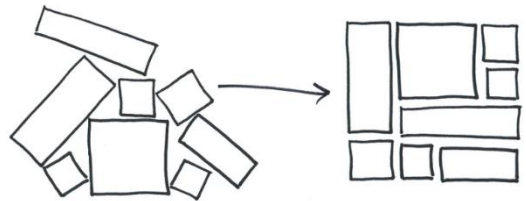
Obligatiefactor: Tijd

Obligaties met een langere looptijd zijn gevoeliger voor onverwachte veranderingen in de rente. Deze renteveranderingen kunnen een gevolg zijn van veranderingen in de reële rentevoet of onverwachte veranderingen in de inflatie. Obligaties met een langere looptijd hebben door dit hogere risico een hoger verwacht rendement.

Obligatiefactor: Kredietwaardigheid

Obligaties die zijn uitgegeven door minder kredietwaardige instanties kenmerken zich door een hoger default risico. Des te lager de kredietwaardigheid, des te hoger het verwachte rendement.

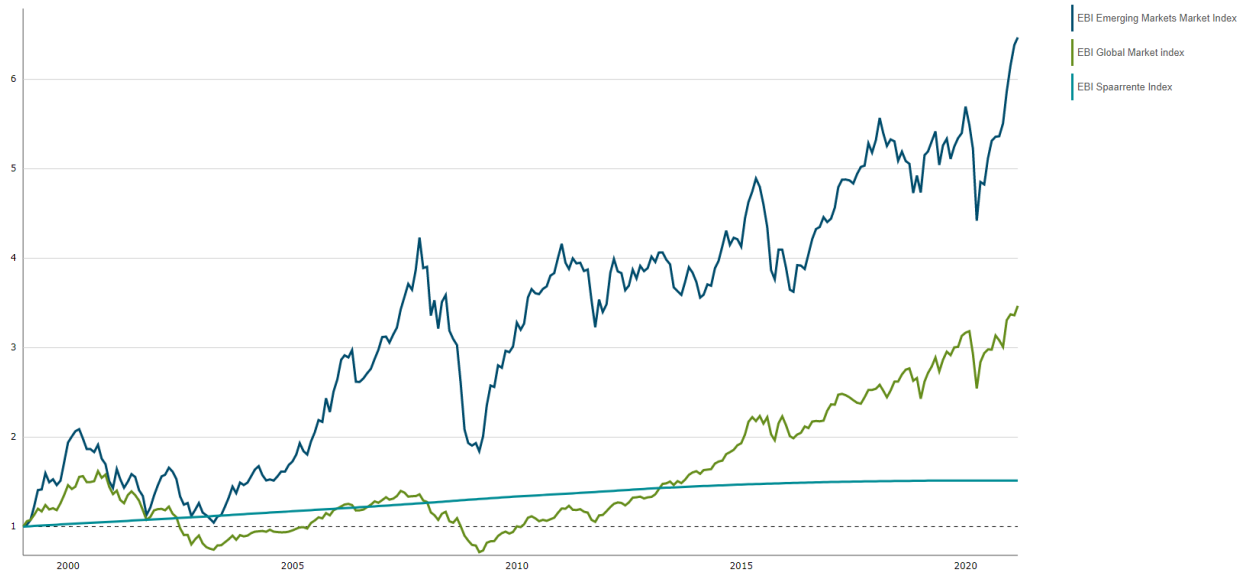
Het is duidelijk dat in de academische wereld het onderzoek naar de definitie, de kenmerken en de wisselwerking tussen factoren zich verder blijft ontwikkelen.



De bouwstenen van EBI's modelportefeuilles

Aandelenbouwsteen: Markt

De eerste en belangrijkste bouwsteen van onze aandelenportefeuille is de factor markt. Onder de markt verstaan we de aandelen van alle beursgenoteerde ondernemingen. Voor het bepalen van de weging kijken we naar de marktkapitalisatie. Dat betekent dat grotere ondernemingen de hoogste weging hebben in deze bouwsteen. Wij hebben een onderscheid gemaakt tussen aandelen uit de volwassen en de opkomende markten. De referentie-indexen hiervoor zijn de MSCI World index en de MSCI Emerging Markets index.

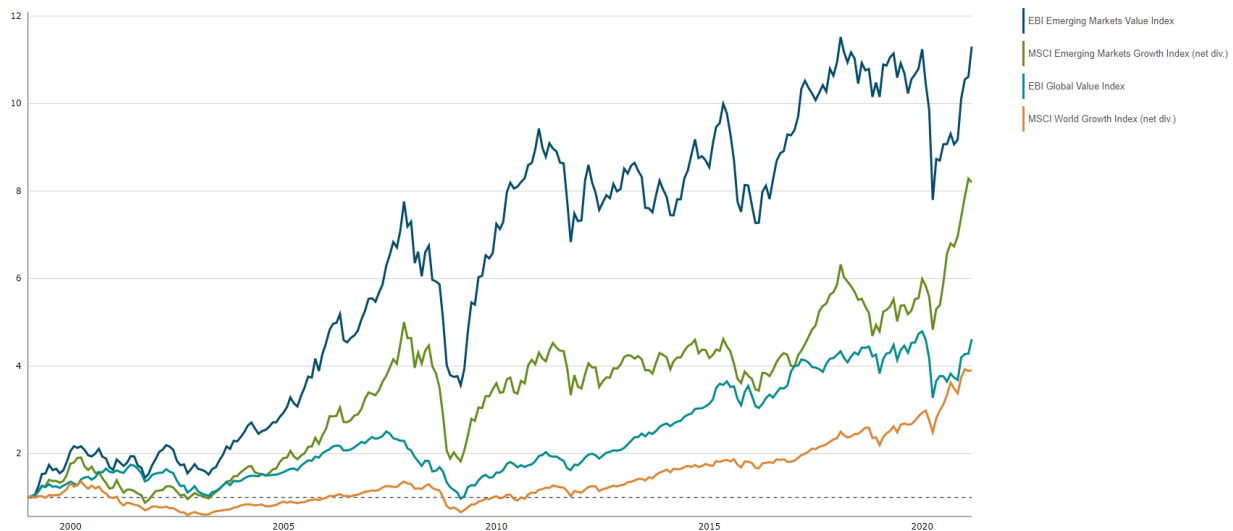


Aandelenbouwsteen: Waarde

De tweede bouwsteen in' onze aandelenportefeuille is de factor waarde, ook wel value-aandelen genoemd. Value-aandelen zijn aandelen van ondernemingen met een lage waardering. De waardering wordt bepaald aan de hand van de verhouding tussen de boekwaarde versus de marktwaarde van de onderneming (BtM-waarde). De boekwaarde van een onderneming is de waarde van de activa minus de schulden en verplichtingen. Dus als de marktwaarde lager is dan de boekwaarde, is de BtM-waarde groter dan één. Hoe meer een belegger exposure heeft tot aandelen met een hoge BtM-waarde, des te hoger is het verwachte rendement in vergelijking met aandelen met een lage BtM-waarde.

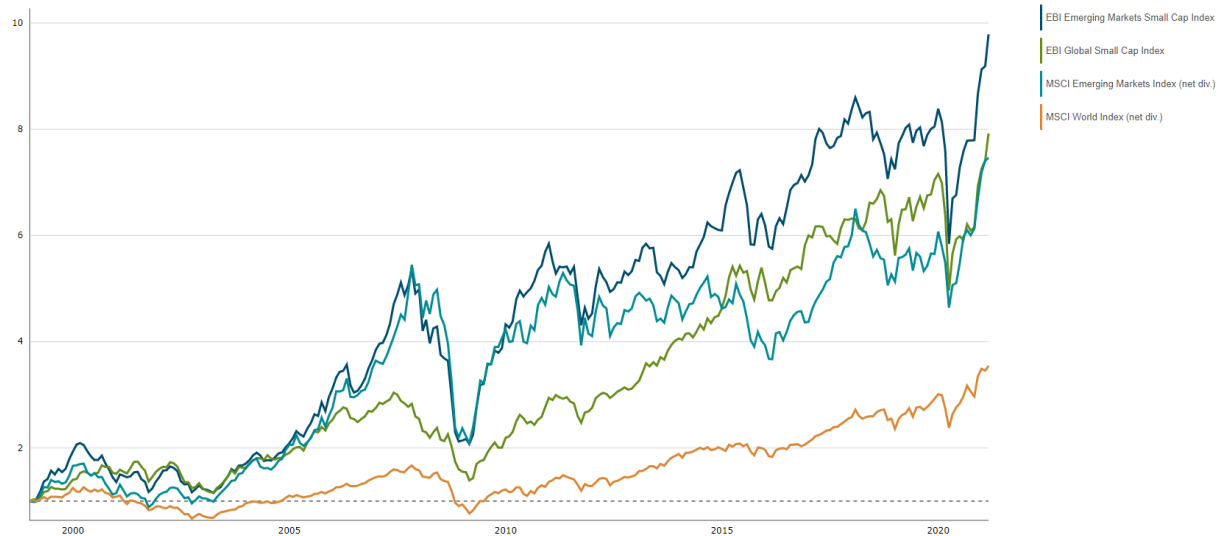
Ondernemingen met een hoge BtM-waarde kenmerken zich door relatief lage winstniveaus of andere factoren die aangeven dat het niet de financieel beste ondernemingen zijn. Beleggers houden in het algemeen niet van deze ondernemingen, vanwege het feit dat beleggen in deze ondernemingen riskanter is dan beleggen in ondernemingen met gezonde balansen en sterke winsten. Deze laatste groep heeft een lage BtM-waarde en worden vaak 'groei'-aandelen genoemd.

Omdat het risico van 'waarde'-aandelen hoger is ten opzichte van groeiaandelen, moeten zij beleggers een hoger rendement aanbieden, simpel vanwege het feit dat dit soort ondernemingen anders geen beleggers aantrekken. De referentie-indexen hiervoor zijn de MSCI World Value Index en de MSCI Emerging Markets Value Index.

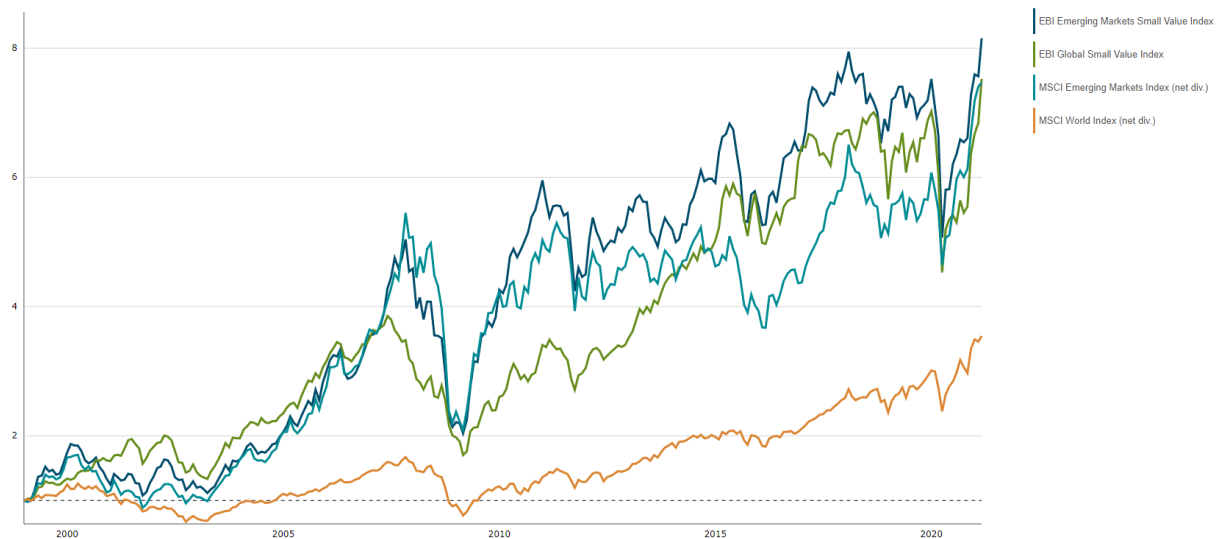


Aandelenbouwsteen: Grootte

De derde bouwsteen van onze aandelenportefeuille is de factor grootte, ook wel small-cap aandelen genoemd. Small-cap aandelen zijn aandelen van ondernemingen met een lage marktkapitalisatie. De marktkapitalisatie van een onderneming wordt bepaald door het aantal aandelen te vermenigvuldigen met de koers van het aandeel. Aandelen van kleinere ondernemingen worden in het algemeen gezien als risicovoller, omdat deze ondernemingen meestal een minder sterke financiële basis hebben en de toekomstige winstontwikkeling minder zeker is dan aandelen van grote ondernemingen. Bij slechtere economische periodes zullen er relatief meer kleinere ondernemingen failliet gaan dan grote ondernemingen. Omdat beleggen in aandelen van kleinere ondernemingen risicovoller is, is het rendement hoger. Een andere belangrijke reden waarom het historische rendement van kleinere ondernemingen hoger is in vergelijking met grotere ondernemingen is het feit dat het juist kleinere ondernemingen zijn die soms worden overgenomen door grotere ondernemingen. Er wordt dan een overname-premie betaald, waarna kleinere ondernemingen kunnen doorgroeien naar grotere ondernemingen. De referentie-indexen zijn de MSCI World Small Cap Index en de MSCI Emerging Markets Small Cap Index.



Uit onderzoek blijkt dat de combinatie van de value- en small premium het hoogste rendement oplevert.



De vier beschreven factoren in combinatie met ontwikkelde- en opkomende economieën levert dus in totaal acht bouwblokken op. Deze acht bouwstenen vormen EBI's aandelenportefeuille.

Implementatie van factoren: Winstgevendheid en momentum

Er bestaan meer factoren, zoals winstgevendheid en momentum. Wij hebben ervoor gekozen om hier geen aparte bouwstenen voor te ontwikkelen maar deze factoren te implementeren in de andere bouwstenen.

Marktprijzen en de verwachte toekomstige winsten bevatten informatie over het verwachte rendement. Terwijl we de marktprijzen direct kunnen waarnemen omdat deze continu worden verhandeld, kunnen we de verwachtingen over toekomstige winsten of winstgevendheid - dat de winst is gedeeld door de boekwaarde - niet waarnemen.

Dit probleem wordt behandeld in een artikel dat in 2006⁷ werd gepubliceerd door Eugene Fama en Kenneth French. Fama en French hebben meer dan 160 artikelen gepubliceerd. Ze staan allebei in de top 10 van meest geciteerde wetenschappers van de American Finance Association⁸.

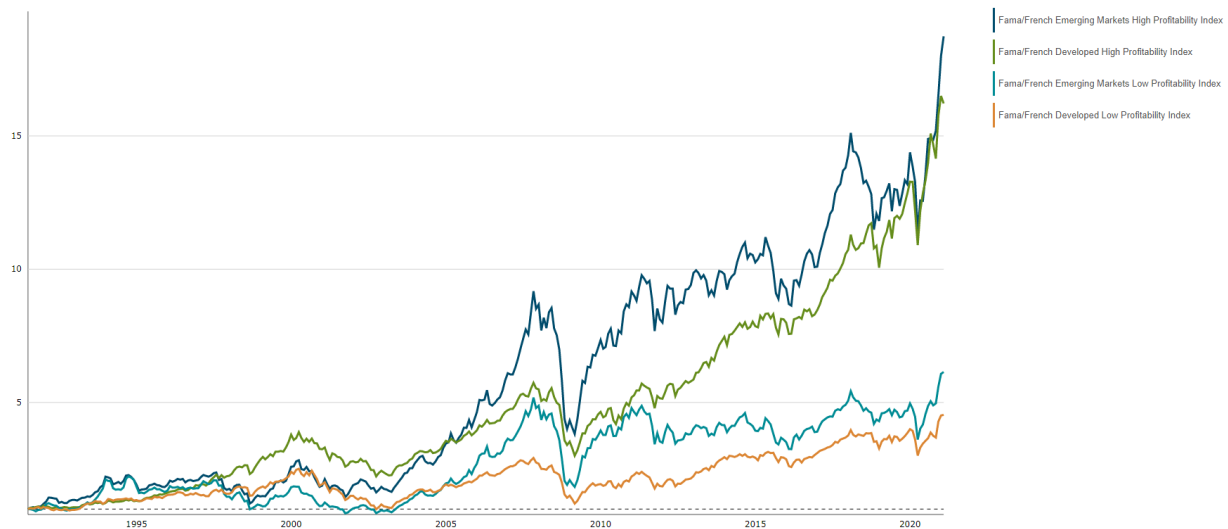
Fama en French onderzochten welke op dit moment waarneembare financiële gegevens informatie bevatten over de verwachte toekomstige winstgevendheid. Ze ontdekten dat de huidige winstgevendheid van een bedrijf informatie bevat over de winstgevendheid ervan over een groot aantal jaren. De huidige winstgevendheid bevat informatie over de totale, door beleggers verwachte, toekomstige winstgevendheid.

De volgende wetenschappelijke doorbraak in het onderzoek naar winstgevendheid werd ontdekt door professor Robert Novy-Marx, een internationaal befaamd deskundige op het gebied van empirisch onderzoek naar effectenprijzen. Met het werk van Fama en French als uitgangspunt onderzocht hij de relatie tussen diverse maatstaven van huidige winstgevendheid en het aandelenrendement.

⁷ Eugene Fama en Kenneth French, 'Profitability, Investment, and Average Returns', *Journal of Financial Economics*, vol. 82 (2006), 491-518.

⁸ G. William Schwert en Renè Stulz, 'Gene Fama's Impact: A Quantitative Analysis' (De impact van Gene Fama: een kwantitatieve analyse); (werkdokument, Simon Business School, 2014, Nr. FR 14-17).

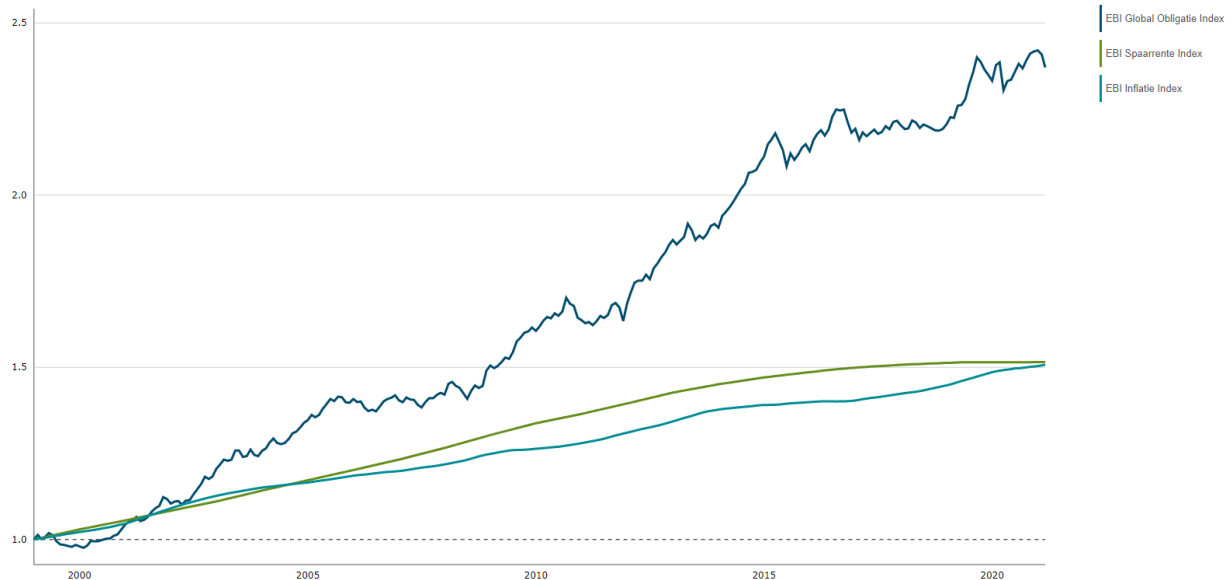
Hoe hoog was die winstgevendheidspremie in het verleden? Hoog genoeg om deze factor te implementeren in de bestaande bouwstenen.



Uit onderzoek blijkt dat de meeste beleggingsfondsen die zich focussen op momentum, er niet in geslaagd om de momentumpremie na kosten vast te leggen, zelfs wanneer de premie positief was. Betekent dit dat beleggers momentum beter kunnen negeren? Helemaal niet. Maar in plaats van ons uitsluitend op momentum te richten, denken wij dat momentum alleen een rol speelt op het moment van een transactie. Het gebruik van momentumsignalen om koop- en verkoopbeslissingen te nemen, kan rendementen verbeteren wanneer de momentumpremie positief is, zonder zich bloot te stellen aan een hoge en kostbare omloopsnelheid.

Obligatiebouwsteen: Markt

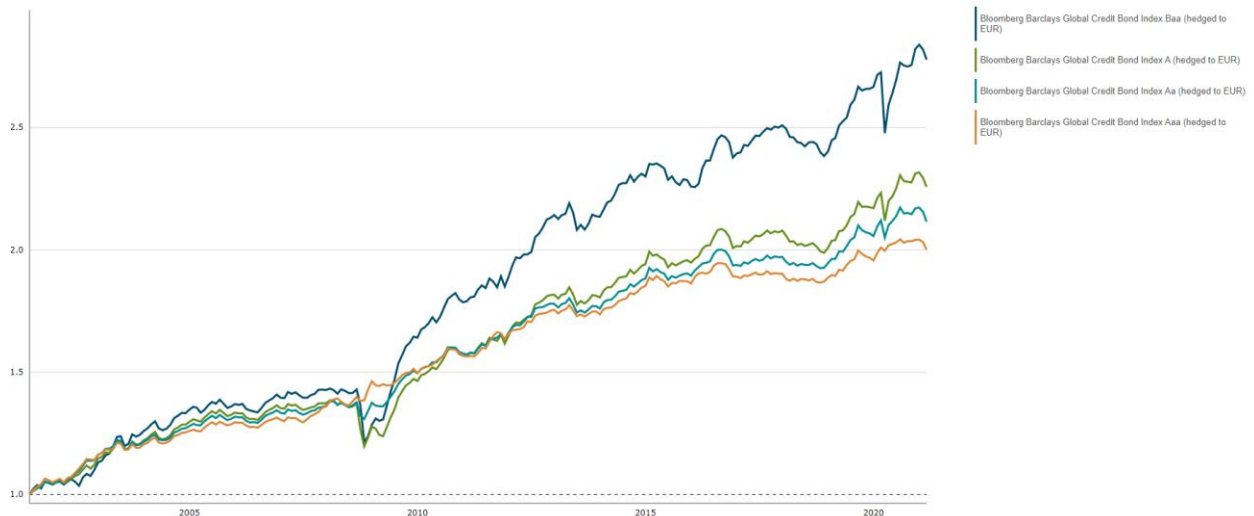
De eerste bouwsteen van EBI's obligatieportefeuille is de factor markt. De basis is de The Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index. De index meet de prestaties van de wereldwijde investment vastrentende obligatiemarkten. De benchmark omvat allereerst staatsobligaties, staats gerelateerde obligaties en bedrijfsobligaties. Daarnaast zien we ook asset-backed, door hypotheke gedekte en commerciële door hypotheke gedekte effecten van emittenten uit zowel ontwikkelde als opkomende markten.



Obligatiebouwsteen: Bedrijfsobligaties

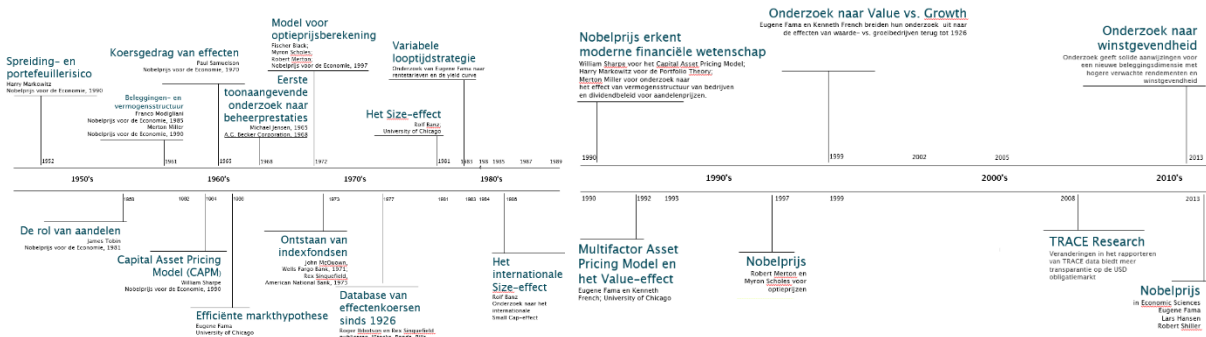
De tweede bouwsteen bestaat uit obligaties met een mindere kredietwaardigheid. Obligaties die zijn uitgegeven door minder kredietwaardige instanties kenmerken zich door een hoger default risico. Des te lager de kredietwaardigheid, des te hoger het verwachte rendement.

In deze bouwsteen wordt er minder belegd in obligaties met de meest veilige AAA-rating.



Wetenschappelijke beleggingsfeiten

In de vorige hoofdstukken hebben we je al laten zien welke factoren academici hebben ontdekt die het rendement van een beleggingstitel bepalen. Voordat we je gaan uitleggen welke beleggingsfilosofie jou de allerbeste succeskans biedt om van deze inzichten te profiteren, nemen we je eerst mee naar een aantal wetenschappelijke bevindingen over de werking van financiële markten.



Nobelprijswinnaar Harry Markowitz [1990]

In de jaren vijftig publiceerde Markowitz een artikel getiteld 'Portfolio Selection', waarin hij uitlegde hoe een belegger door middel van diversificatie risico kan reduceren. Deze publicatie vormt de grondslag van de zogenaamde Moderne portefeuilletheorie (MPT).

Met dit inzicht is het mogelijk om bij een gegeven risico het verwachte rendement van een beleggingsportefeuille te optimaliseren. In 1990 won Markowitz de prijs van de Zweedse Rijksbank voor economie.

Nobelprijswinnaar James Tobin [1981]

James Tobin heeft zich onder meer beziggehouden met beslissingsproblemen. Zijn bijdrage kunnen we samenvatten als het inzicht dat beleggers alleen bereid zijn meer risico te nemen als dit wordt gecompenseerd door een hoger verwacht rendement. De mate waarin een belegger meer risico neemt, wordt dus bepaald door zijn risicohouding.

Nobelprijswinnaars Franco Modigliani [1985] & Merton Miller [1990]

De bijdrage van Modigliani en Miller gaat over de manier waarop ondernemingen zijn gefinancierd. Een andere belangrijke bijdrage is de studie naar dividenduitkeringen door ondernemingen. Zij concludeerden dat het al of niet uitkeren van dividend geen invloed op de waarde van de onderneming voor de verschafters van het eigen vermogen.

Nobelprijswinnaar Eugene Fama [2013]

Eugene Fama ontving in 2013 de Nobelprijs voor zijn efficiënte markthyptothese. De belangrijkste kenmerken zijn:

- Alle beschikbare informatie en verwachtingen zijn verwerkt in de marktprijs.
- De marktprijs vormt de meest nauwkeurige benadering van de intrinsieke waarde.
- Prijsveranderingen worden veroorzaakt door onvoorziene gebeurtenissen.
- De markt kan soms een verkeerde prijs vaststellen, maar het is niet mogelijk om systematisch verkeerde prijzen te vinden.

In hun paper uit 1996⁹ legden de professoren Dwight Lee en James Verbrugge van de Universiteit van Georgia de kracht van de efficiënte markthyptothese als volgt uit: "De efficiënte markthyptothese is vrijwel de enige theorie onder de theorieën in die zin dat zij krachtiger wordt wanneer mensen ernstige inconsistenties ontdekken tussen de theorie en de echte wereld. Als een duidelijk efficiënte marktanomalië wordt ontdekt, zal het gedrag (of het gebrek aan gedrag) dat er aanleiding toe geeft, de neiging hebben om te worden geëlimineerd door concurrentie tussen beleggers. Als bijvoorbeeld blijkt dat aandeelkoersen voorspelbare seizoenspatronen volgen die niets te maken hebben met financieel relevante overwegingen, zal deze kennis reacties uitlokken die tot gevolg hebben dat juist die patronen worden geëlimineerd die men wilde exploiteren."

Nobelprijswinnaar William F. Sharpe [1990]

Het Nobelcomité noemde Sharpe's bijdrage aan de ontwikkeling van het Capital Asset Pricing Model (beter bekend als CAPM). Bij de ontwikkeling van het CAPM, bouwde Sharpe voort op het werk van Markowitz.

William Sharpe is daarnaast vooral bekend geworden om de door hem ontdekte Sharpe-ratio en zijn wereldberoemde artikel, genaamd 'The Arithmetic of Investment Expenses'. Hierin legt hij uit welke vernietigende invloed kosten hebben op vermogensopbouw.

⁹ The Efficient Market Theory Thrives on Critics

Conclusies

Zoals medisch specialisten hun behandeling baseren op de laatste wetenschappelijke inzichten, doen wij dat ook als het gaat om beleggen. Onze conclusies zijn wetenschappelijk onderbouwd.

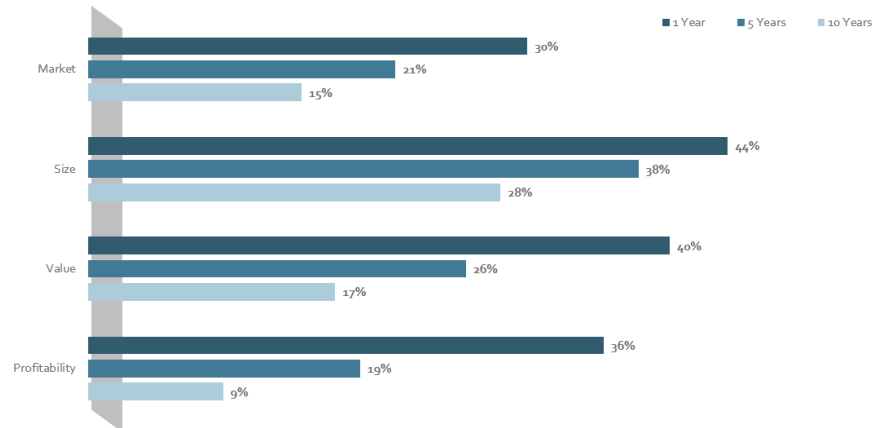
Beleggen loont

Financiële markten hebben beleggers door de tijd heen beloofd met een rendement dat de inflatie ruimschoots heeft overtroffen.

De belangrijkste factor die de kans op succes bepaalt is de tijd. Hoe langer je de tijd voor je kunt laten werken, des te groter jouw kans op een positieve uitkomst. Neem als voorbeeld de equity-premium (market). Gemeten over een periode van een jaar heb je 70% kans op een positieve uitkomst. Een belegger die tien jaar de tijd neemt, heeft een kans van 85% op een positieve equity-premium. Hetzelfde geldt voor een investering in waarde-aandelen. Beleg je voor een periode van een jaar, dan heb je een kans van 60% op een positieve uitkomst. De lange termijn belegger vergroot zijn kans naar 83%. Toch bedraagt zelfs voor de lange termijn belegger met een beleggingshorizon van tien jaar de kans op succes geen 100%. Hier is nog meer tijd voor nodig. Het toont ook aan dat er bij beleggen altijd een kleine kans is op een ongewenste uitkomst.

Hoe vaak zijn de premies negatief?

Percentage van 1-, 5- en 10-jaars periodes met negatieve premies Amerikaanse aandelenmarkt tot 31 December 2019



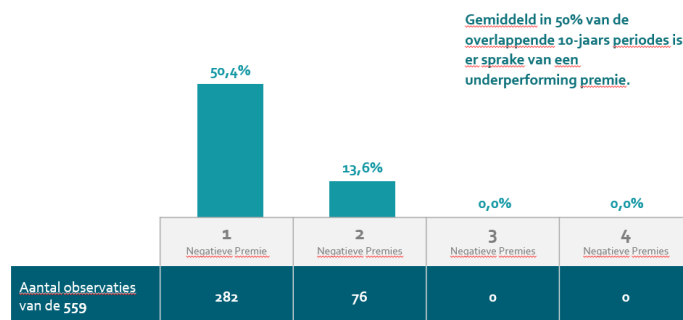
Portefeuille-optimalisatie

We hebben je laten zien welke factoren bepalend zijn voor de rendements-risico karakteristieken van een beleggingsportefeuille. Door hier rekening mee te houden in jouw portefeuille, zorgen we voor de best mogelijke rendements-risico karakteristieken.

Dee rendementen kunnen per categorie behoorlijk van elkaar afwijken. We zullen je dit aan de hand van de beleggingscategorie aandelen laten zien.

Één negatieve premie is niet vreemd, drie daarentegen wel!

Aantal (en percentage) van overlappende 10-jaars periodes waarbij sprake is van een negatieve premie (Markt, Grootte, Waarde en/of winstgevendheid (Amerikaanse markt, juli 1963 – December 2019))



Hieronder zie je de rendementen per kalenderjaar van de door ons beschreven aandelencategorieën. In de bovenste tabel zie je de jaarrendementen per aandelencategorie. Daaronder zie je de rangschikking per jaar. Staat er een 1, dan betekent dit dat die aandelencategorie in dat jaar de best presterende aandelencategorie was.

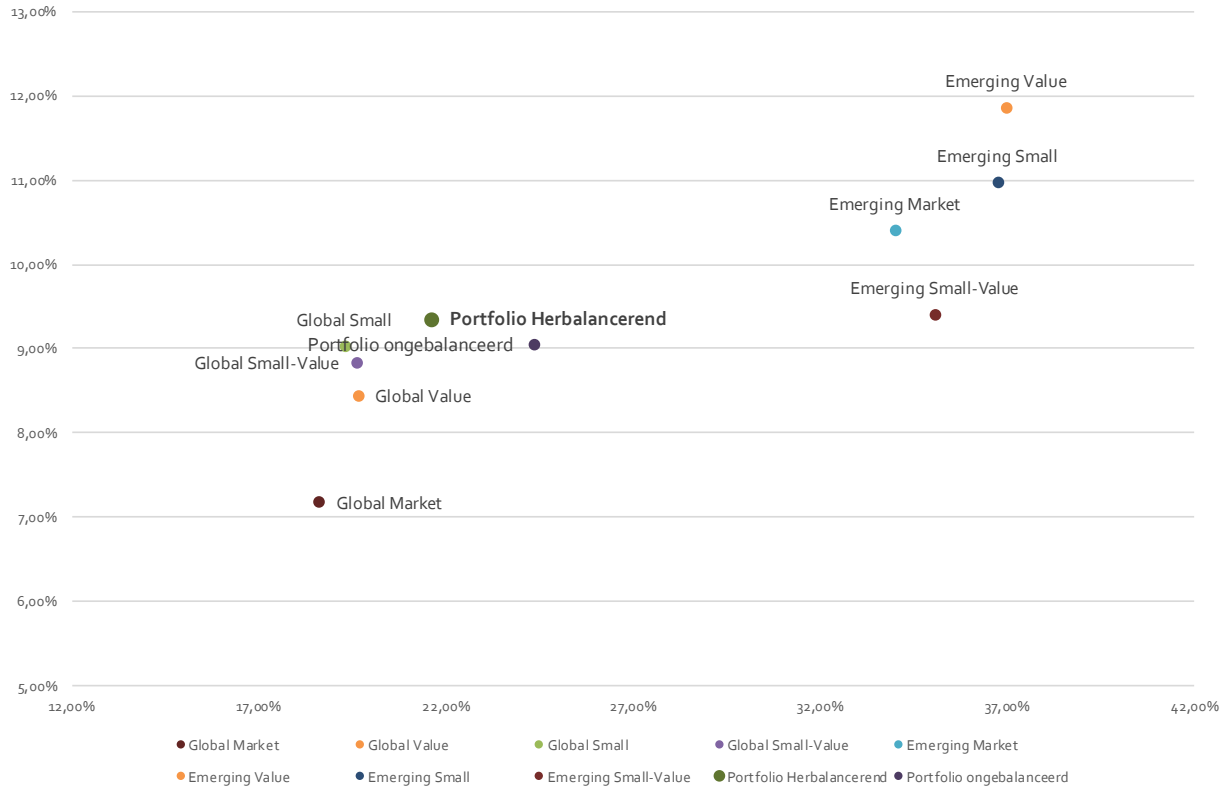
Beleggingscategorie	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Global Market	26,81%	22,20%	-4,84%	14,55%	21,98%	17,63%	9,13%	13,03%	6,68%	-6,85%	30,40%	6,47%	2,82%
Global Value	34,08%	24,10%	-6,97%	17,81%	26,13%	16,68%	6,02%	20,42%	6,32%	-10,09%	25,16%	-10,77%	7,94%
Global Small	41,13%	34,34%	-6,33%	15,86%	27,11%	14,12%	10,12%	17,59%	5,31%	-11,04%	27,36%	1,34%	9,18%
Global Small-Value	31,74%	30,91%	-10,50%	15,62%	27,77%	11,56%	6,83%	20,77%	3,74%	-15,79%	24,02%	-4,93%	12,71%
Emerging Market	81,09%	30,60%	-16,85%	16,71%	-4,48%	13,02%	-4,91%	15,37%	19,63%	-11,07%	20,31%	8,09%	5,06%
Emerging Value	93,16%	30,04%	-22,27%	16,16%	-7,62%	8,61%	-10,04%	22,19%	16,56%	-7,26%	10,75%	-6,16%	7,11%
Emerging Small	102,11%	35,05%	-22,47%	22,22%	-3,48%	14,00%	1,52%	15,26%	17,42%	-13,47%	15,74%	8,82%	7,25%
Emerging Small-Value	92,49%	39,77%	-24,44%	22,97%	-6,08%	13,81%	-6,10%	15,48%	19,85%	-12,66%	12,08%	0,92%	7,37%
Global Market	8	8	1	8	4	1	2	8	5	1	1	3	8
Global Value	6	7	3	3	3	2	4	3	6	3	3	8	3
Global Small	5	3	2	6	2	3	1	4	7	4	2	4	2
Global Small-Value	7	4	4	7	1	7	3	2	8	8	4	6	1
Emerging Market	4	5	5	4	6	6	6	6	2	5	5	2	7
Emerging Value	2	6	6	5	8	8	8	1	4	2	8	7	6
Emerging Small	1	2	7	2	5	4	5	7	3	7	6	1	5
Emerging Small-Value	3	1	8	1	7	5	7	5	1	6	7	5	4
Hoogste rendement	102,11%	39,77%	-4,84%	22,97%	27,77%	17,63%	10,12%	22,19%	19,85%	-6,85%	30,40%	8,82%	12,71%
Laagste rendement	26,81%	22,20%	-24,44%	14,55%	-7,62%	8,61%	-10,04%	13,03%	3,74%	-15,79%	10,75%	-10,77%	2,82%
Max. afwijking jaar return	75,30%	17,57%	19,59%	8,42%	35,38%	9,02%	20,17%	9,17%	16,11%	8,94%	19,65%	19,59%	9,89%

Wat opvalt is dat er elk jaar weer een groot verschil bestaat tussen de best en slechtst presterende aandelencategorie. Stel dat je in 2018 begonnen was met beleggen, dan zie je twee jaar lang de aandelencategorie Global Markt als beste presteren. De categorie Emerging Small (dit zijn aandelen van kleine ondernemingen uit de opkomende markten) presteren aanzienlijk slechter.

Zeker op de korte termijn kan dat soms best frustrerend zijn. Dat begrijpen we heel goed, maar toch is spreiding dé manier om de rendements-risico karakteristieken van jouw beleggingsportefeuille te optimaliseren.

Dat blijkt uit de grafiek hieronder, waarin we de rendements-risico karakteristieken van de verschillende aandelencategorieën sinds 1989 hebben weergegeven.

Risk - Return Analysis



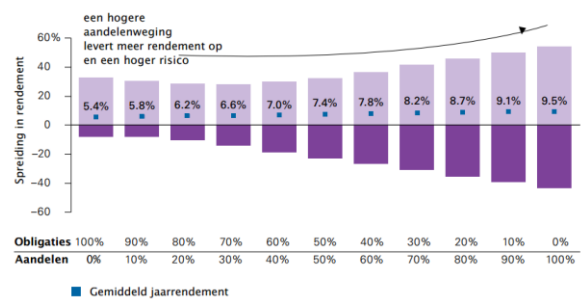
Wat gelijk opvalt is dat aandelen uit de opkomende markten de grootste schommelingen laten zien maar ook het hoogste rendement hebben opgeleverd. De meest veilige aandelencategorie 'Global Market' heeft het laagste rendement opgeleverd. De verstandige mix tussen alle aandelencategorieën, levert de optimale aandelenportefeuille op.

Een ander belangrijk aspect is dat een periodiek herbalanceringsproces de rendements-risico karakteristieken van jouw beleggingsportefeuille verder verbetert.

Herbalanceren is cruciaal

Als je voor een portefeuilleprofiel hebt gekozen met een gewenste weging tussen aandelen en obligaties, zal de aandelenweging na verloop van tijd beginnen af te wijken ten opzichte van de oorspronkelijke aandelenweging. Vaak in het voordeel van de aandelen, juist omdat deze beleggingscategorie gemiddeld de beste prestaties laat zien. Omdat aandelen risicovoller zijn dan obligaties, wordt het portefeuillerisico door de tijd heen ook steeds hoger.

Een hogere weging in zakelijke waarden verhoogt het rendementsperspectief met als consequentie een verhoogd risico.



Door emotioneel te herbalanceren zal je merken dat dit de rendements-risico karakteristieken van jouw portefeuille verbetert. Hieronder hebben we enkele voordelen van herbalanceren opgenomen.

Voordeel herbalanceren: per eenheid risico meer rendement

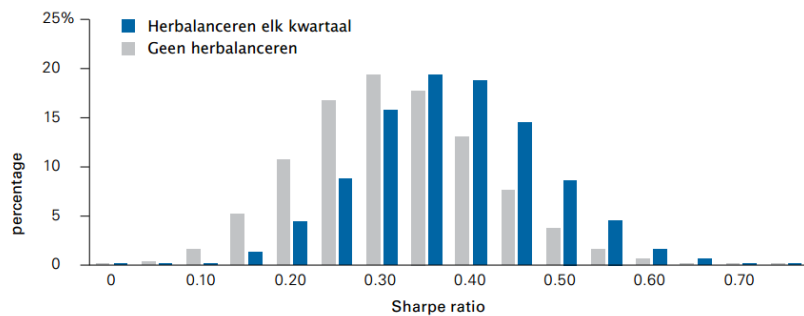
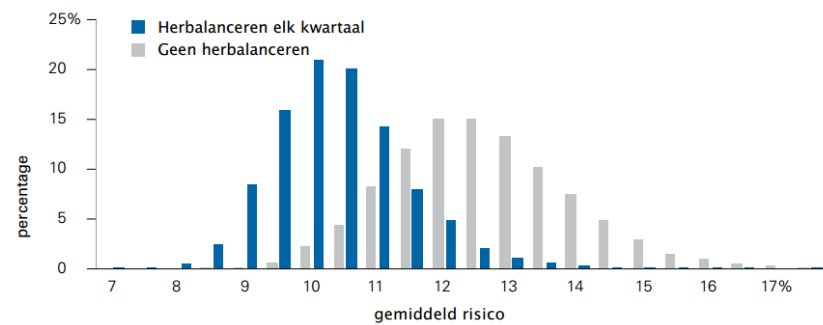
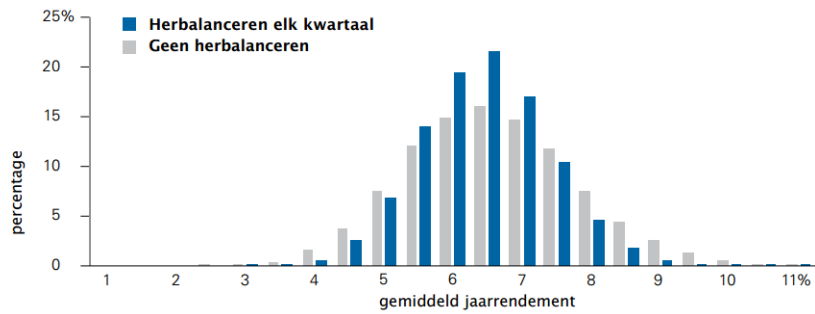
Het verkopen van de best presterende beleggingscategorie en de opbrengst gebruiken voor de aanschaf van een slechter presterende beleggingscategorie lijkt onverstandig. Toch is het doel van herbalanceren primair het beheersen van het portefeuillerisico en niet het maximaliseren van het verwachte rendement. Een niet geherbalanceerde beleggingsportefeuille kenmerkt zich door een verhoogde kans op een hoger rendement maar ook op een verhoogde kans op een lager rendement in vergelijking met een beleggingsportefeuille die periodiek wordt gebalanceerd.

Het risico van de periodiek geherbalanceerde beleggingsportefeuille is aanzienlijk lager dan de niet geherbalanceerde beleggingsportefeuille. Dit zorgt er uiteindelijk voor dat per eenheid risico een periodiek hergebalanceerde

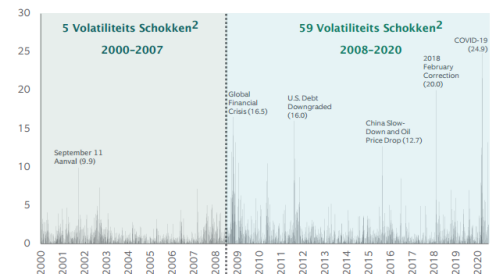
beleggingsportefeuille meer rendement oplevert. Dit wordt de Sharpe-ratio genoemd. Bij EBI-Capital streven we naar de best mogelijke Sharpe-ratio.

Herbalanceren wordt steeds belangrijker. Recent onderzoek van Northern Trust toont aan dat financiële markten sinds 2008 steeds beweeglijker aan het worden zijn. Met name de snelheid waarmee aandelenkoersen zakken is toegenomen. Deze fundamentele verandering vereist een flexibel proces voor het herbalanceren van jouw beleggingsportefeuille. Het is cruciaal om niet te lang te wachten met herbalanceren.

Bij EBI Capital controleren wij elke dag of het nodig is om jouw beleggingsportefeuille te herbalanceren.



Dagelijkse toename van de VIX-index¹

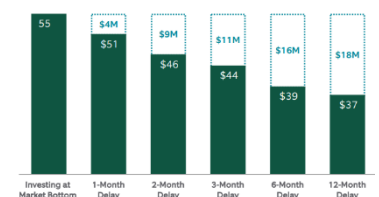


¹Volatilitieit toename is gemeten door een stijging van de VIX-index.

²Een volatilitieit schok is gedefinieerd als de dagelijkse toename van de VIX-index groter is dan vijf punten.
Bron: Northern Trust Asset Management, Bloomberg. Rendementen uit het verleden zijn geen garantie voor de toekomst. Het is niet mogelijk om direct in een index te beleggen.

Wachten met herbalanceren is een kostbare zaak

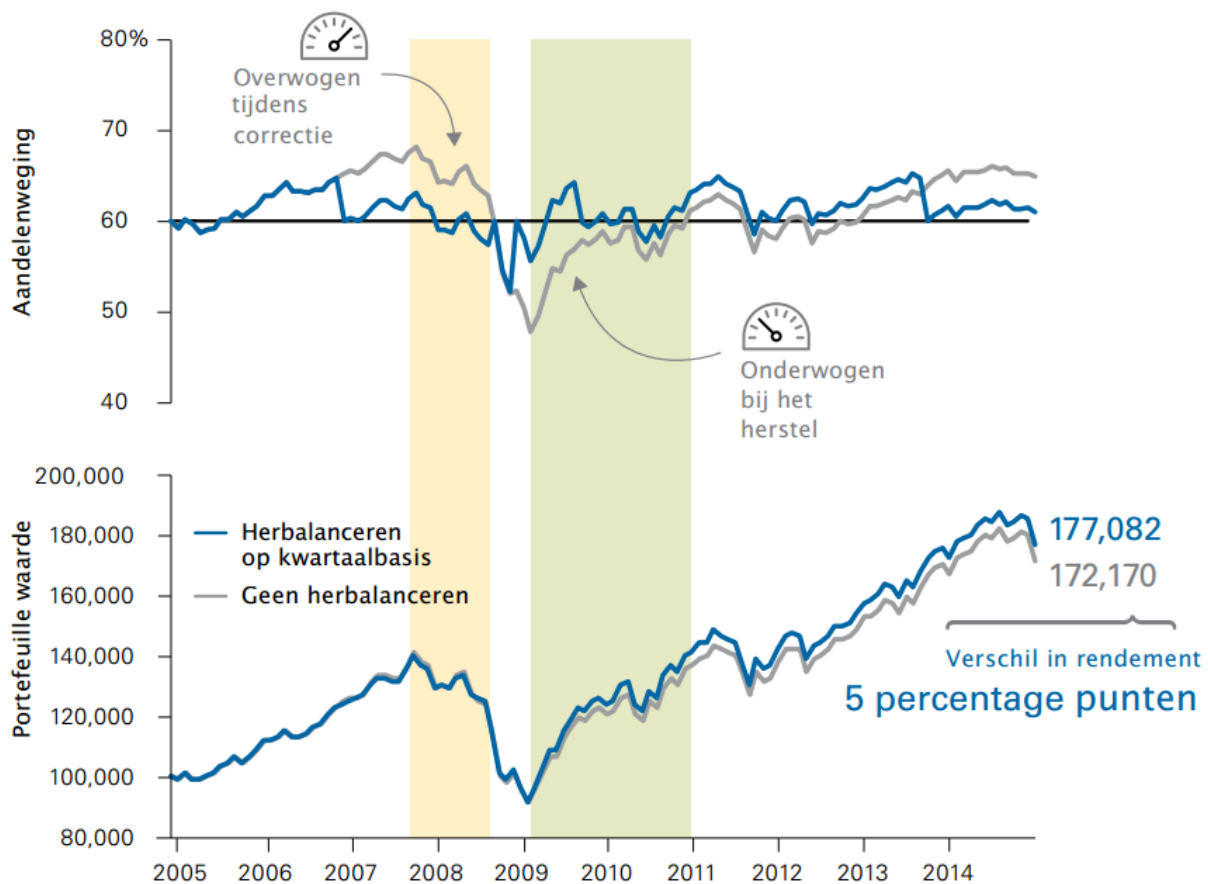
Hypothetische groei van 100.000 vanaf bodem financiële crisis in 2009³



Voordeel: meer vermogensopbouw bij volatiele markten

Herbalanceren helpt je gedisciplineerd te beleggen en gedurende volatiele markten zorgt herbalanceren voor emotionele controle. Hoe dit werkt laten we je zien aan de hand van de kredietcrisis die in 2008 veel beleggers in paniek hun aandelen deed verkopen of helemaal niets deden. De jaren voorafgaand aan de crisis liep de aandelenweging van beleggers die hun beleggingsportefeuilles niet herbalanceerden langzaam maar zeker op. Toen de crisis begon, hadden deze beleggers een grotere aandelenweging dan gewenst. Ze gingen dus met een hogere aandelenweging de crisis in. De scherpe daling van de aandelen zorgde ervoor dat de aandelenweging onder de gewenste aandelenweging terecht kwam. Toen het herstel eenmaal kwam profiteerden deze beleggers hier minder van in vergelijking met beleggers die periodiek hun beleggingsportefeuilles herbalanceerden.

In dit voorbeeld leverde de periodiek geherbalanceerde beleggingsportefeuille 5% meer rendement op en dit bij een aanzienlijk lager portefeuillerisico.



Hoe lager jouw kosten, hoe hoger jouw rendement

De beleggingsindustrie is een zeer winstgevende sector. De behaalde winsten worden door jou betaald. En hoe meer jij betaalt, hoe lager jouw rendementskans zal zijn. Daarom is het goed om te weten dat onze kosten tot de laagste in de markt behoren.

Spreid wereldwijd

Wij spreiden jouw vermogen wereldwijd.

Wat is de beste beleggingsmethodiek?

We hebben net uitgelegd dat beleggen loont en welke factoren de rendements-risico karakteristieken van een beleggingsportefeuille bepalen. Alleen wat is dan de beste beleggingsmethodiek? Er zijn in onze visie grofweg drie beleggingsmethodieken.

- Actief beheer
- Conventioneel Indexbeleggen
- Evidence-based indexbeleggen

Actief beheer

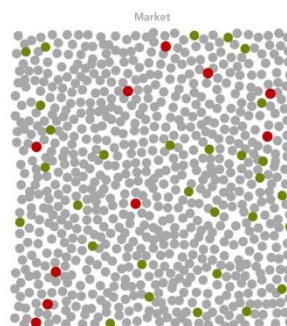
Historisch gezien is de conventionele wijsheid dat markten inefficiënt zijn. Slimme mensen kunnen, door ijverig te werk te gaan, ontdekken welke aandelen de markt verkeerd heeft ingeschat en dus onder- of overgewaardeerd zijn. Dit wordt de kunst van de aandelenselectie genoemd. Slimme mensen kunnen ook de markt timen, door in te stappen voordat de koersen gaan stijgen en uit te stappen voordat andere beleggers ervoor gaan zorgen dat koersen gaan dalen. Dit wordt de kunst van markttiming genoemd. Deze twee elementen vormen met elkaar actief beheer, dat als doel heeft een outperformance (of alfa) te leveren.

Het is belangrijk om te begrijpen dat alfa geen hoger rendement betekent. In plaats daarvan is alfa een outperformance ten opzichte van een passende, voor risico gecorrigeerde, benchmark. Als je bijvoorbeeld belegt in aandelen en een beter rendement behaalt dan een spaarrekening, is dit geen alfa. Het extra rendement is een beloning voor het genomen risico. Dus als jouw bank of vermogensbeheerder stelt dat er alfa is gegenereerd, moet je er zeker van zijn dat het benchmark waarmee de prestatie is vergeleken, qua risico en factorblootstelling vergelijkbaar is.

Kenmerken van actief beheer

Het doel van actief beheer (actief beleggen) is om een beter rendement te realiseren dan het marktrendement. De enige manier om dit te bereiken is door slimmer te zijn dan alle marktparticipanten. De gebruikte methodieken zijn aandelen- of obligatieselectie en -timing.

In Nederland wordt door nagenoeg alle grootbanken en vermogensbeheerders gebruik gemaakt van actief beheer. Hoe je herkent of een bank of vermogensbeheerder een actief beleggingsbeleid voert? Door het gebruik van termen als overwogen, ondergewaardeerd, kooplijst, technische of fundamentele analyse. Het is belangrijk om te weten dat je met passieve beleggingsinstrumenten heel actief kunt beleggen.



Koopt of overweegt een aandeel of obligaties waarvan een outperformance wordt verwacht

Verkoopt of onderweegt een aandeel of obligatie waarvan een underperformance wordt verwacht

Het resultaat is een actief beleid met veel transacties en hoge transactiekosten

In 1998 schreef Charles Ellis wat een beleggingsklassieker is geworden, 'Winning the loser's game'. Ellis presenteerde overtuigend bewijs dat actief beheer een 'spel voor verliezers' is. In die tijd presteerden namelijk slechts 20% van alle actief beheerde beleggingsfondsen beter op een risico gecorrigeerde basis. Sindsdien zijn er talloze onderzoeken gedaan naar de prestaties en kenmerken van actief beheerde beleggingsfondsen. We laten je een aantal feiten zien die aantonen waarom je beter niet kunt kiezen voor deze beleggingsstrategie.

Feit: professionele beleggers presteren gemiddeld slechter dan de markt

Er is veel onderzoek gedaan naar de prestaties van professionele beleggers. Onderzoeken naar de prestaties van beleggingsfondsen laten zien dat het grote merendeel van de fondsen niet in staat is een beter rendement te behalen dan het marktrendement.

Hoe langer de bestudeerde periode, hoe groter het aantal verliezers. Dat is de reden dat actief beleggen door Ellis een 'losing-game' wordt genoemd.

In de twee grafieken zie je dat op langere termijn de kans vrij klein is dat een actief beheerd beleggingsfonds een positieve alfa heeft gegenereerd.

Feit: beleggen in de winnaars van gisteren is een slechte strategie

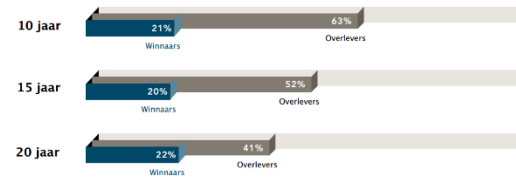
De beleggingsindustrie is een zeer winstgevende sector. Puur op basis van een standaard normale verdeling zullen er altijd actief beheerde beleggingsfondsen zijn die over een bepaalde periode een positieve alfa kunnen overleggen.

Deze actief beheerde beleggingsfondsen krijgen in de media veel aandacht. Ze ontvangen awards en de fondsenhuizen zullen veel reclame maken voor hun 'fantastisch' beheerde fondsen.

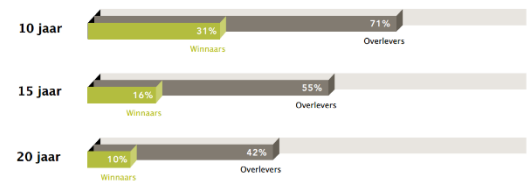
Veel beleggers zijn hier erg gevoelig voor en kiezen daarom vaak voor de best presterende actief beheerde beleggingsfondsen. En dat komt omdat ze ervan uitgaan dat het geleverde resultaat een gevolg is van kunde. In de praktijk was het gewoon een kwestie van geluk.

Uit onderzoek blijkt dat de winnaars van gisteren de verliezers van morgen zijn. De kans dat het geselecteerde actief beheerde fonds achterblijft is zelfs groter dan normaal.

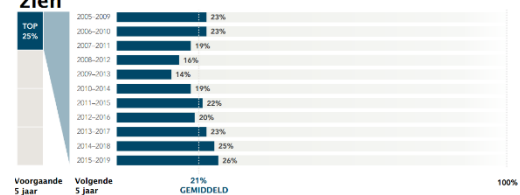
Weinig actief beheerde aandelenfondsen hebben een positieve alfa



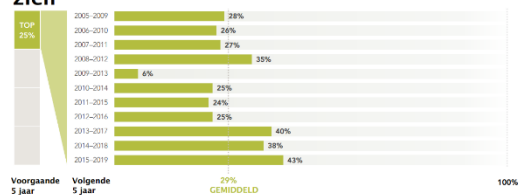
Ook weinig actief obligatiefondsen hebben een positieve alfa



De best presterende aandelenfondsen van de afgelopen 5 jaar laten ook geen positieve alfa zien



De best presterende obligatiefondsen van de afgelopen 5 jaar laten ook geen positieve alfa zien



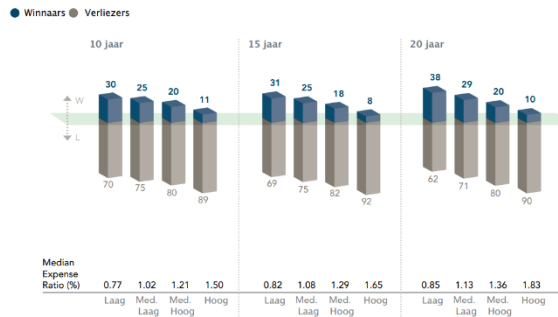
Feit: hoe hoger de kosten, hoe lager jouw rendementskans

Een belangrijk kenmerk van actief beheerde beleggingsfondsen is dat de kosten aanzienlijk hoger zijn dan bij passief beheerde beleggingsfondsen.

Daarom is het voor jou belangrijk om te weten dat er een sterke negatieve relatie is tussen rendement en kosten. Als je besluit je beleggingsportefeuille in te richten met dure fondsen, verlaag je jouw kans op een positieve alfa aanzienlijk.

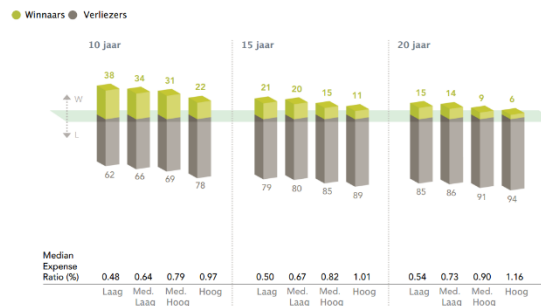
Hoe hoger de kosten, des te lager het rendement.

Actief beheerde aandelenfondsen, gerangschikt op expense ratio (%)



Hoe hoger de kosten, des te lager het rendement.

Actief beheerde obligatiefondsen, gerangschikt op expense ratio (%)

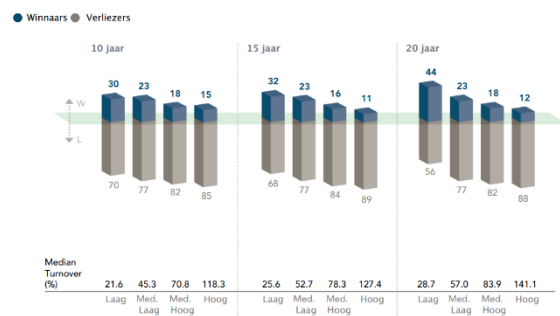


Feit: hoe actiever, hoe lager jouw rendementskans

Als je als beheerder van een actief beheerd beleggingsfonds de markt wil verslaan, zal je in de praktijk actief willen handelen. Hoe actief een fondsbeheerder is, blijkt uit de turnover. Feit is alleen dat er een negatieve relatie is tussen turnover en rendement. Dus hoe actiever een beheerder is, hoe lager de kans op een goed rendement,

Hoe actiever, des te lager het rendement.

Actief beheerde aandelenfondsen, gerangschikt op turnover (%)



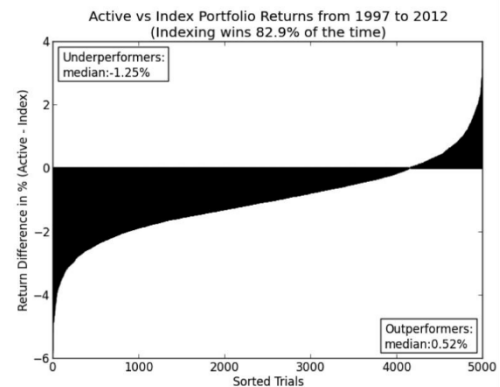
Feit: combinaties van actief beheerde beleggingsfondsen verlagen jouw rendementskans

De enige conclusie die je kunt trekken uit al die onderzoeken is dat beleggen met actief beheerde beleggingsfondsen niet erg verstandig is. Het gemiddeld historisch rendement van een indexfonds is hoger dan het gemiddeld historisch rendement van een actief beheerd beleggingsfonds. Dat is een belangrijke reden waarom indexbeleggen steeds populairder is. Maar is een één-op-één vergelijking tussen een indexfonds en actief beheerd beleggingsfonds wel realistisch? In de praktijk is een beleggingsportefeuille namelijk opgebouwd uit meerdere indexgerelateerde beleggingsinstrumenten of uit meerdere actief beheerde beleggingsfondsen. Welke portefeuille levert beleggers de beste rendementskansen op? Dit inzicht laat een onderzoek¹⁰ van Ferri zien.

In dit onderzoek is een scenario uitgewerkt waarin een beleggingsportefeuille is samengesteld uit drie indexfondsen. Vervolgens heeft Ferri 5.000 beleggingsportefeuilles samengesteld waarbij voor de inrichting gebruik is gemaakt van drie actief beheerde beleggingsfondsen. Van het rendement van deze 5.000 beleggingsportefeuilles is het rendement van de indexportefeuille afgetrokken. Het resultaat is de relatieve performance.

Wat was de uitkomst? Gedurende de periode van 16 jaar versloeg de indexportefeuille maar liefst 82,9% van de 5.000 willekeurig samengestelde beleggingsportefeuilles die waren ingericht met actief beheerde beleggingsfondsen. De 'winnende'

beleggingsportefeuilles behaalden een mediane outperformance van 0,52% per jaar. Dit terwijl de mediane underperformance van de 'verliezende' beleggingsportefeuille -1,25% per jaar bedroeg. Dat is een belangrijke constatering. Er is dus maar een kleine kans dat je met een actief beheerde beleggingsportefeuille een hoger rendement weet te realiseren in vergelijking met een indexportefeuille. En als je al het geluk hebt om een winnende combinatie samen te stellen, is het extra rendement ook nog eens zeer gering. Dat weegt niet op tegen de veel grotere kans dat je geen winnende combinatie hebt samengesteld en dus een lager rendement behaalt.



¹⁰ A Case for Index Fund Portfolio's, Rick Ferri, juni 2013

Waarom is het zo lastig om de markt te verslaan?

Actief beheer zorgt dus voor een aanzienlijk kleinere kans op succes.. Maar hoe komt het eigenlijk dat het zo moeilijk is om de markt te verslaan? Wij zetten vier belangrijke redenen op een rij.

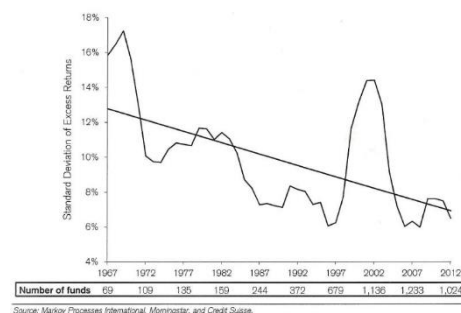
Om te beginnen zijn academici druk bezig geweest om wat ooit alfa was, om te zetten in bèta. Met bèta bedoelen wij de blootstelling aan een gemeenschappelijk kenmerk van een aandeel, zoals bijvoorbeeld een lage marktkapitalisatie (small-caps). Dergelijke kenmerken worden factoren genoemd. Een factor is een numeriek kenmerk of een reeks kenmerken die de aandelen in een fonds gemeenschappelijk delen. Bèta is goedkoop omdat je er via een index- of assetclass fonds in kan beleggen. Je hoeft geen gebruik te maken van de hoge honoraria van actieve managers die voor jou gaan bepalen welke groep aandelen met die eigenschap het beste gaat presteren.

De tweede reden is dat de groep slachtoffers steeds kleiner wordt. Beleggen is een zero-sum game. Dat betekent dat als de ene belegger outperformance heeft behaald omdat hij Amazon heeft overwogen er een andere belegger **moet** zijn die het aandeel heeft onderwogen en dus een underperformance heeft behaald. Met andere woorden, om alfa te kunnen realiseren heb je een pool van slachtoffers nodig die kan worden uitgebuit. In een artikel¹¹ toonden Brad Barber en Terrance Odean aan dat het met name particuliere beleggers zijn die slachtoffer zijn van beroepsbeleggers. Het percentage aandelen dat rechtstreeks in handen is van particuliere beleggers is echter volledig ingestort. Het resultaat is dat er gewoon niet genoeg slachtoffers meer zijn.. Aangezien ongeveer 90% van alle handel gedaan wordt door professionele institutionele beleggers is het overgrote deel van de tijd dat een institutionele belegger een aandeel koopt, een andere institutionele belegger aan het verkopen. Wat betreft de vraag of het aandeel beter gaat presteren dan de markt, kunnen beide partijen niet aan de goede kant van de transactie staan.

De derde reden is dat de concurrentie heviger wordt. De actieve beleggers zijn vooral professionele, hoogopgeleide institutionele beleggers. In zero-sum games, zoals schaken, poker en actief beheer, is het echter het relatieve vaardigheidsniveau dat telt, niet het absolute vaardigheidsniveau. Deze analogie zal het verduidelijken. Roger Federer is misschien wel de beste tennisser ooit. Hij verloor nooit in zijn loopbaan een wedstrijd in de eerste ronde, ondanks het feit dat hij vaak tegen een speler uit de top-100 speelde. Naarmate hij verder kwam in het toernooi, nam de kans dat hij zou gaan verliezen toe. En van de finales die hij vanaf 2019 bereikte, verloor hij 35%. Zijn winkansen daalden, niet omdat de kwaliteit van zijn spel verslechterde, maar omdat het vaardigheidsniveau van de concurrenten toenam. Het werd moeilijk om het equivalent van alfa te genereren.

De vierde en laatste reden is dat de hoeveelheid geld die op alfa jaagt, dramatisch is toegenomen. De hoeveelheid geld in hedgefondsen is vertienvoudigd, sinds Ellis zijn boek publiceerde. Wanneer je de krimpende pool aan slachtoffers combineert met een toenemend aantal spelers die op alfa jagen, dan is de hoeveelheid alfa die beschikbaar is voortdurend minder geworden.

In het Credit Suisse rapport 'Alpha and the Paradox of Skill' van 2013 onderzochten Michael Mauboussin en Dan Callahan de effecten van de toenemende vaardigheid in beleggen. Zij zetten de voortschrijdende vijfjaars gemiddelde standaardafwijking van



¹¹ The Courage of Misguided Convictions, Brad M. Barber & Terrance Odean, Pages 41-55 Download: <https://doi.org/10.2469/faj.v55.n6.2313>

extra rendement dat Amerikaanse beleggingsfondsen hebben gerealiseerd over de afgelopen 45 jaar. De trend van afnemende spreiding bevestigt dat de concurrentie inderdaad steeds harder is geworden.

De beleggingsindustrie promoot actief beheer

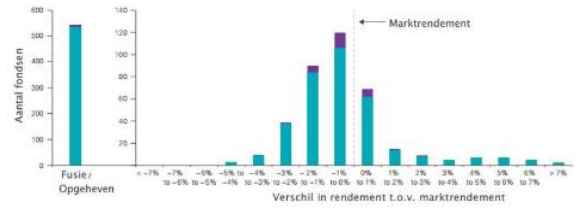
Het is belangrijk om je te realiseren dat (groot)banken en de meeste vermogensbeheerders grote voorstanders zijn van actief beheer en dus niet van andere beleggingsfilosofieën. De reden hiervoor is simpelweg dat het hun verdienmodel is. De Amerikaanse romanschrijver Upton Sinclair schreef ooit: "Het is moeilijk om een man iets te laten begrijpen, wanneer zijn salaris afhangt van het gegeven dat hij het niet begrijpt."

De beleggingsindustrie wil je laten geloven dat actief beheer het spel van winnaars is, zodat je bereid bent hun hoge vergoedingen te betalen. De media zal je ook dit doen geloven, want anders hoef je niet af te stemmen op de laatste prognoses van zogenaamde goeroe's of een interview met een award winnende fondsbeheerder.

Wij hebben aan de hand van feiten uitgelegd waarom actief beheer een grote kans op slechte resultaten geeft. Waarom kopen beleggers dan nog steeds actief beheerde beleggingsfondsen of maken ze gebruik van de dienst van een grootbank of vermogensbeheerder die een actieve beleggingsfilosofie aanhangt?

Gregory Bear en Gary Gensler, auteurs van de 'The great mutual Fund Trap', gaven de volgende verklaring: "Het antwoord is eenvoudig: omdat het hen verteld wordt, elke dag opnieuw, expliciet of impliciet, door de financiële media en hun adverteerders. Wij voegen hier aan toe dat de gemiddelde belegger de financiële sprookjes gelooft die door de beleggingsindustrie en de financiële media worden verteld, omdat het onderwijssysteem hen volledig in de steek heeft gelaten. Ondanks de belangrijke rol die kennis van beleggen heeft bij het bepalen welke strategie je zult toepassen, en dus jouw kans op een succesvolle beleggingservaring, tenzij je toevallig een opleiding hebt genoten tot beleggingsanalist, is het zeer waarschijnlijk dat je geen idee hebt wat de belangrijkste theorieën met betrekking tot beleggen zijn."

Wat is nu de reden dat het gemiddelde rendement van een actief beheerd beleggingsfonds lager is dan het gemiddelde rendement van een indexfonds? Het logische argument is dat het niet anders kan. Dit feit wordt in de beleggingsleer ook wel de 'zero-sum game' genoemd. Hieruit volgen de volgende wetenschappelijke conclusies



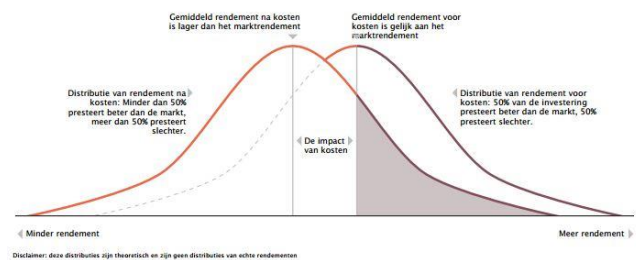
- Het rendement van alle beleggers wijkt af (zowel positief als negatief) van het marktrendement.
- Het gemiddelde rendement van alle beleggers kan meer of minder zijn dan het marktrendement.
- Het gewogen rendement van alle beleggers is altijd gelijk aan het marktrendement.
- Voor elke belegger die in staat is een beter rendement te realiseren dan de markt moet er een belegger zijn die slechter heeft gepresteerd.
- Na aftrek van kosten is het gewogen rendement van alle beleggers altijd lager dan het marktrendement.
- Omdat de kosten bij actief beheer hoger zijn dan de kosten bij passief beheer, zal het gewogen gemiddelde rendement bij actief beheer lager liggen dan het gewogen gemiddelde van passief beheer.

Nobelprijswinnaar William Sharpe heeft hier een wereldberoemd artikel over geschreven, genaamd 'The Arithmetic of Investment Expenses'.

Schematisch ziet de 'zero-sum-game' er als volgt uit.

De impact van kosten op het totale rendement van een belegger

Hypothetische distributie van rendementen voor en na kosten



Kenmerken van conventioneel indexbeleggen

Bij conventioneel indexbeleggen is een commerciële index leidend voor het beleggingsbeleid. Het doel is het zo goed mogelijk volgen (tracken) van deze index. De beleggingsproducten zijn indexfondsen of ETF's (indextrackers). Indexbeleggen kenmerkt zich door lage kosten en een beperkte flexibiliteit. Doordat de transactiekosten hoog zijn, is het rendement lager dan de commerciële index.

De nadelen van indexbeleggen

Ondanks de grote voordelen ten opzichte van actief beleggen heeft indexbeleggen ook nadelen.

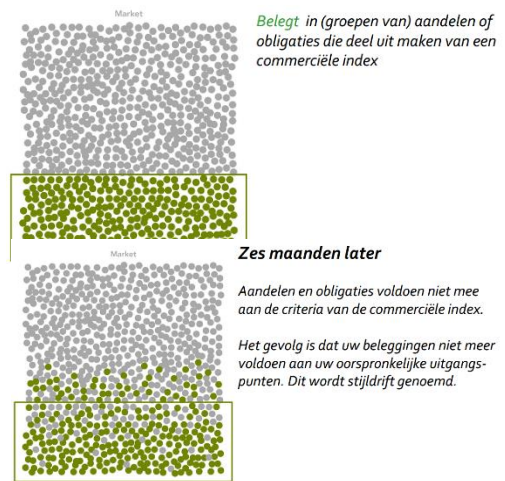
Nadeel 1: stijfdrift

Stel dat je wilt beleggen in aandelen van kleinere ondernemingen. Je selecteert een indexfonds of ETF die een bepaalde index volgt. Je selecteert de MSCI World Small Cap Index. Een belangrijk kenmerk van een commerciële index is dat er slechts een beperkt aantal periodes zijn waarop de index wordt aangepast.

In de tussentijd kan er veel gebeuren. Zo kan een bepaald aandeel bijvoorbeeld een sterke koersstijging doormaken, zoals recent het aandeel Gamestop. Een indexfonds en ETF zal de portefeuille pas gaan aanpassen op het moment dat de indexindeling opnieuw wordt berekend.

Het feit dat de marktkapitalisatie van GameStop op een gegeven moment groter was dan Whirlpool en American Airlines bij elkaar heeft voor een indexbelegger als consequentie dat er stijfdrift is ontstaan. De belegger denkt te beleggen in aandelen van kleine ondernemingen, terwijl dit in de praktijk niet zo is.

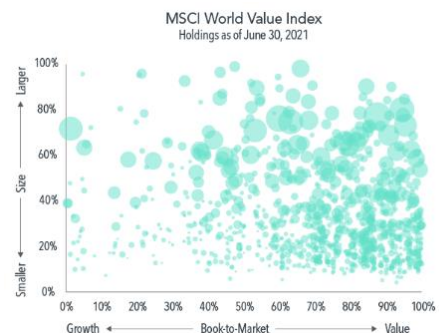
Een ander voorbeeld. Stel dat je wilt beleggen in waarde aandelen. Als index heb je de MSCI World Value Index geselecteerd. Je denkt een belegging in waarde aandelen te gaan doen. In de rechtergrafiek zie je alle deelnemingen in deze index. Elke luchtbel vertegenwoordigt één aandeel, uitgezet op basis van zijn percentielpositie op de book-to-market (x-as) en marktkapitalisatie (y-as). De grootte van elke luchtbel komt overeen met het gewicht van het aandeel. Het overzicht laat zien dat de index een aanzienlijk deel van zijn totale allocatie in groeiaandelen had. In feite bezat de index verschillende namen die op dat moment de laagste boekwaardeverhoudingen op de markt hadden.



Holding details Export to spreadsheet

As at date 31 January 2021

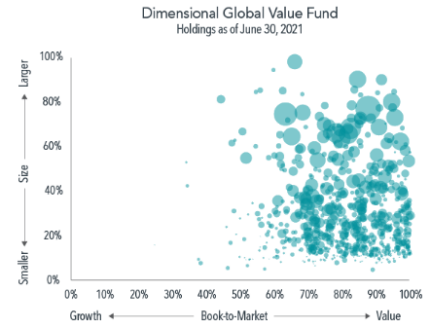
4307 items	1-15 of 4307	Page 1	Prev	Next
Holding name	% of funds	Market value	Shares	
Plug Power Inc.	0.38728%	\$12,401,471	196,319	
GameStop Corp. Class A	0.20522%	\$8,492,890	26,132	
Penn National Gaming Inc.	0.21591%	\$6,913,766	66,658	
Novavax Inc.	0.18381%	\$5,885,842	26,640	
Entegris Inc.	0.18137%	\$5,807,863	59,029	



Bij onze beleggingsfilosofie 'evidence-based' beleggen maken wij gebruik van zogenaamde asset-class beleggingsfondsen, zoals het Dimensional Global Value Fund. In de rechtergrafiek zie je dat er wel daadwerkelijk uitsluitend in waarde aandelen wordt belegd.

Indexbeleggers beleggen in bubbels

De weging in een index wordt bepaald door de marktkapitalisatie. Het zorgt ervoor dat indexbeleggers eind vorig jaar zijn gaan beleggen in Tesla nadat dit innovatieve autobedrijf al ruim 800% in koers was gestegen. Eind vorige eeuw belegden indexbeleggers vooral in internet, IT- en Telecom aandelen en daarvoor massaal in Japanse aandelen.



De werkelijke onderperformance bij indexbeleggen is groter dan de kosten

De tracking difference is het rendement van de index en die van het indexvolgende beleggingsinstrument. Het rendement van een indexvolgend beleggingsinstrument is in de praktijk lager dan de index die wordt gevolgd. Dit verschil wordt veroorzaakt door beheerkosten en een aantal andere kostenposten.

Transactie- en herbalanceringskosten

Als de index wordt aangepast, geldt dat ook voor de portefeuille.

Cash-drag

Ontvangen dividenden die worden uitgekeerd aan beleggers komen terecht op een geldrekening en renderen dus niet. Ook worden er soms contanten aangehouden door het herbalanceringsproces als er verschil zit in de tijd waarin het ene bedrijf wordt verwijderd en het andere bedrijf in de index wordt opgenomen.

Herinvesteringsaannames

Herinvesteringsaannames tussen de index en de ETF hebben ook invloed op de tracking difference. De index kan er bijvoorbeeld vanuit gaan dat dividenden direct geïnvesteerd worden op de ex-dividend datum, terwijl de ETF moet wachten totdat het dividend daadwerkelijk is uitbetaald in verband met een administratief proces voordat het kan herinvesteren. Hierdoor ontstaat vaak een tijdelijke verwijdering ten opzichte van de index.

Dividendbelasting

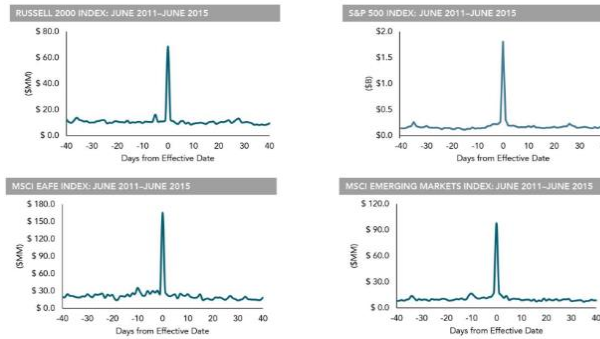
Fiscale behandeling van dividenden kan de tracking difference beïnvloeden.

Bied- en laatkoers

Op het moment dat er in een indexvolgend beleggingsinstrument wordt gehandeld, krijg je te maken met een bied-of laatkoers of een op- of afslag. Daarnaast kan het bij een ETF gebeuren dat de verhandelde koers afwijkt van de intrinsieke waarde.

Onzichtbare marktimpactkosten

Indexfondsen en ETF's volgen een index. Dat betekent dat zodra de index wordt aangepast, indexfondsen en ETF's hun portefeuilles ook gaan aanpassen. Dat resulteert in een grote hoeveelheid transacties in zeer korte tijd.



De verplichting om gedurende een zeer korte periode transacties door te voeren leidt tot een piek in het omzetvolume.

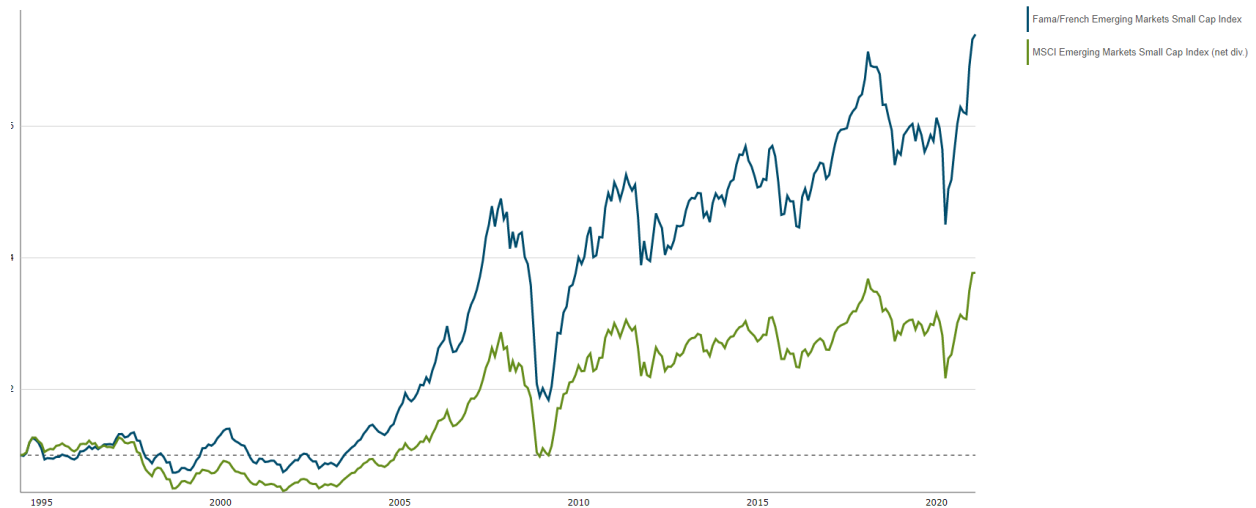
De liquiditeitverschaffers vragen hier uiteraard een beloning voor. Deze beloning zijn kosten voor de indexbelegger.

Uit onderzoek blijkt dat deze kosten, die voor een belegger totaal onzichtbaar zijn, elk jaar tussen de 0,26% en 1,15% bedragen.

Commerciële indices hanteren geen wetenschappelijke definities

Stel dat je wilt beleggen in waarde aandelen en je wilt de wetenschappelijke definitie gebruiken. Dan is het goed om te weten dat commerciële indices vaak hun eigen definitie gebruiken. Dit kan afwijken van de wetenschappelijk bepaalde definitie.

Hieronder zie je het verschil tussen een wetenschappelijke index (Fama-French) en een commerciële index (MSCI). Beide indices beleggen in aandelen van kleine ondernemingen uit de Emerging Markets.



Kenmerken van Evidence-based indexbeleggen

Evidence Based Indexbeleggen heeft als beleggingsmethodiek een aantal grote voordelen vergeleken met actief beheer en conventioneel indexbeleggen.

1. Continue en optimale blootstelling aan rendementsbepalende factoren.
2. Flexibel en prijsbewust handelen.
3. De allergrootste spreiding.
4. De modernste wetenschappelijke inzichten zijn in de methodiek geïmplementeerd.

EBI Capital is de eerste Nederlandse beleggingsonderneming die deze beleggingsfilosofie aan Nederlandse beleggers aanbiedt. Dat doen we al sinds 2012 en daar zijn we trots op.

Duurzaamheid

Begrip hebben voor de duurzaamheidsvoorkeuren van onze klanten en de wetenschap doorgronden. Dat zijn de prioriteiten als het gaat om duurzaam beleggen bij EBI Capital.

Wettelijk kader

De EU heeft een alomvattend lange termijn plan gelanceerd om duurzame groei te stimuleren, die moet leiden tot een groener Europa met een CO₂-neutrale economie tegen 2050 om te voldoen aan de Paris Agreement.

Volgens de nieuwe Europese richtlijn SFDR worden beleggingen voortaan gecategoriseerd als grijs, lichtgroen of donkergroen. 'Duurzaam' is net als 'maatschappelijk verantwoord' en 'sociaal' een ruim begrip. Hieraan kan op verschillende manieren invulling gegeven worden. Beleggingen worden daarom ingedeeld volgens drie duurzaamheidscategorieën.

Drie duurzaamheidscategorieën

De mate van duurzaamheid wordt aangeduid met categorieën 6, 8 en 9 (zie onderstaande tabel). De Europese richtlijn Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) brengt op deze manier helderheid in het oerwoud aan duurzaamheidscriteria.

	Grijs (categorie 6)	Lichtgroen (categorie 8)	Donkergroen (artikel 9)
Definitie	Belegger hanteert uitsluitend financiële argumenten en past enkel de wettelijk verplichte uitsluitingscriteria toe.	Belegger streeft naar een optimale balans tussen rendement en duurzaamheid. Belegger sluit ondernemingen uit die de duurzame grondbeginselen van de VN overtreden.	Belegger richt zich uitsluitend op ondernemingen die een meetbare, positieve bijdrage leveren aan de maatschappij en het milieu.
Voorbeeld	Beleggingen zoals in fabrikanten van wapens of tabak worden niet uitgesloten of beperkt.	Beleggingen in bedrijven die in verband worden gebracht met bijvoorbeeld kinderarbeid of corruptie worden uitgesloten.	Beleggingen in bedrijven die ecologische en maatschappelijke impact willen realiseren, met name in het terugdringen van CO ₂ -uitstoot.

Je herkent duurzaam gescreende fondsen in hun benamingen veelal aan de afkortingen ESG of SRI.

ESG (Environment, Social en Governance)

Bij ESG wordt er gescreend op milieu, maatschappij en verantwoordelijk ondernemingsbestuur. Deze beleggingen zijn gericht op bedrijven die zich actief inspannen om hun negatieve maatschappelijke invloed te beperken en/of voordelen te behalen voor de samenleving. Een olie- en gasbedrijf kan bijvoorbeeld als een verantwoorde investering worden beschouwd als het continu werkt aan het verminderen van de uitstoot en/of iets teruggeeft aan de gemeenschappen waarin het actief is.

SRI (Socially Responsible Investments)

Bij SRI wordt er strenger gescreend op ethische normen, ook wel 'sociaal verantwoord investeren' genoemd. SRI gaat een stap verder dan ESG door beleggingen actief uit te sluiten of te selecteren op basis van specifieke ethische richtlijnen, zoals religie, persoonlijke waarden of politieke overtuigingen.

Op welke manier vindt een screening plaats?

Er zijn verschillende methoden om ondernemingen te screenen op duurzaamheid, namelijk via negatieve screening (de uitsluitingsmethode en de best in class-methode) en positieve screening. Negatieve screening wordt toegepast bij passief beleggen, terwijl positieve screening wordt toegepast bij actief beleggen.

De uitsluitingsmethode (Negative screening)

Dit houdt in dat ondernemingen worden uitgesloten die niet voldoen aan specifieke, vooraf vastgestelde maatschappelijke of milieucriteria. Dit kunnen bedrijven zijn in de gokindustrie, tabaksfabrikanten, wapenproducenten of bedrijven zijn die zich schuldig maken aan kinderarbeid. Bedrijven die zich niet houden aan

minstens een van de 10 grondbeginselen van de VN op het gebied van mensenrechten, arbeid, milieu en anti-corruptie, worden uit de indextracker of het marktfonds gefilterd. Dit zijn overwegend bedrijven die vallen in de lichtgroene duurzaamheidscategorie en worden aangeduid met ESG of SRI (categorie 8).

De best in class-methode (Negative screening)

De best in class-benadering houdt in dat ondernemingen worden gekozen die binnen hun sector vooroplopen op het gebied van ESG-criteria (overwegend categorie 8 en soms categorie 9). Ze sluiten bedrijven of sectoren niet volledig uit, maar beleggen in bedrijven die binnen hun sector het minst vervuilend zijn of het meest vooruitstrevend op het gebied van duurzaamheid. Zo krijgen bedrijven met een lagere uitstoot bijvoorbeeld een zwaardere weging in de portefeuille. Op deze manier wordt voorkomen dat hele sectoren worden uitgesloten en dat er geen appels (bijvoorbeeld olieproducenten) met peren (bijvoorbeeld de gezondheidszorg) worden vergeleken. Best in class-bedrijven zijn overwegend bedrijven die vallen in de lichtgroene duurzaamheids-categorie en worden aangeduid met ESG of SRI.

Positive screening (Positive screening)

De meest duurzame vorm van screening is positive screening. Dit zijn overwegend bedrijven die vallen in de donkergroene duurzaamheidscategorie (categorie 9). Hierbij worden alleen bedrijven geselecteerd die een goed voorbeeld geven als het gaat om duurzaamheid. Denk hierbij aan beleggingen in biologische landbouw, duurzame energie of microkredieten. Ze worden hier bovendien intensief op getoetst. De aanbieder van een beleggingsproduct controleert op locatie of er sprake is van substantiële duurzame impact. Dit proces leidt tot hogere kosten, minder liquiditeit en een andere beleggingsstructuur.

De filters worden dus toegepast in absolute (of binaire) termen, zijn er maar twee mogelijkheden: ofwel komt een bedrijf op de beleggingslijst terecht, ofwel niet.

Deze binaire aanpak kan echter het duurzaamheidsprofiel van een bedrijf vertekenen en resulteren in de onterechte verwijdering van een bedrijf uit het beleggingsuniversum. Zo kan een bedrijf met een sterk duurzaamheidsbeleid uitgefilterd zijn vanwege een lichte overtreding, of kunnen alle bedrijven in een bepaalde sector uitgesloten zijn vanwege het negatieve trackrecord van de sector op milieugebied, ongeacht het beleid of de specifieke praktijken van individuele bedrijven. De weinig flexibele aard van een positieve of negatieve screening kan leiden tot een kleiner beleggingsuniversum en dus ook de spreidingsmogelijkheden beperken.

Aangezien bedrijfsactiviteiten sterk kunnen uiteenlopen tussen bedrijven, is het beter om de corporate governance en praktijken die duurzaamheid voorstaan uit te zetten op een schaal. Een beleggingsmethodologie die een betere duurzaamheidsscore oplevert op bedrijfsniveau kan voor beleggers gunstiger uitvallen.

Duurzaamheidsrisico's

De SFDR definieert een duurzaamheidsrisico als volgt: 'een gebeurtenis of omstandigheid op ecologisch, sociaal of governance gebied die, indien ze zich voordoet, een werkelijk of mogelijk wezenlijk negatief effect op de waarde van de beleggingen kan veroorzaken'. In z'n algemeenheid kan een duurzaamheidsrisico worden geclassificeerd onder de noemer milieu, mens en bestuur.

Voorbeelden van duurzaamheidsrisico's van ondernemingen zijn:

Klimaatverandering: hoe gaat een onderneming om met het veranderende klimaat? Past een onderneming zich aan? Door de kernramp in het Japanse Fukushima in 2011, veroorzaakt door een tsunami, verloren beursgenoteerde ondernemingen (genoteerd aan de Nikkei index) in enkele uren tientallen procenten van hun

beurskoers. Wereldwijd werden de aandelen van verzekeraars van de hand gedaan. Een ander voorbeeld van klimaatverandering is het transitierisico, ontstaan door de overgang naar een koolstofarme, duurzame of 'groene' economie. Door het stikstofbesluit van 2019 bijvoorbeeld komen duizenden bouwprojecten op losse schroeven te staan, waardoor mogelijk 70.000 banen in de bouw verdwijnen.

Natuurlijke hulpbronnen: hoe gaat een onderneming om met het gebruik van bijvoorbeeld water en grondstoffen, recycling en afvalmanagement? In een periode van langdurige droogte kan waterschaarste ontstaan, waardoor een onderneming niet (volledig) kan functioneren. Er kan bijvoorbeeld een dreigend tekort ontstaan aan speciale metalen zoals kobalt, grafiet en zilver die gebruikt worden voor de fabricage van smartphones, zonnepanelen, windmolens en accu's voor elektrische auto's. Winning van deze grondstoffen leidt weer tot schade aan het milieu en aantasting van de leefomgeving door afval. Daarnaast hebben financiële instellingen volgens De Nederlandsche Bank (DNB) voor circa 100 miljard euro aan investeringen uitstaan aan ondernemingen die kwetsbaar zijn voor de gevaren van waterschaarste.

Biodiversiteit: hoe gaat een onderneming om met de natuur, vervuiling, gevaarlijke stoffen? De sterke teruggang van het aantal insecten bijvoorbeeld leidt tot een verminderde opbrengst van fruit, noten en zaden. Insecten spelen namelijk belangrijke rol bij het bestuiven van landbouwgewassen. Dit heeft grote gevolgen voor bedrijven die actief zijn in deze sector. Een ander voorbeeld is de olieramp in de Golf van Mexico in 2010. Dit leidde tot een milieuramp en zelfs een nationale ramp in de Verenigde Staten. Als gevolg hiervan ging één van de grootste energiebedrijven ter wereld, BP, bijna failliet.

Gezondheid en veiligheid: hoe gaat een onderneming om met de gezondheid en veiligheid van haar werknemers? Amazon kwam bijvoorbeeld negatief in het nieuws omdat de veiligheidsrichtlijnen niet werden gehandhaafd en hun arbeidsomstandigheden slecht waren. Eerder kreeg ook Apple het zwaar te verduren na het verschijnen van rapporten over de erbarmelijke arbeidsomstandigheden in de Chinese Foxconn fabrieken, waar onder andere iPhones worden gefabriceerd. Een ander voorbeeld is het onderzoek naar de meer dan 6.500 omgekomen arbeidsmigranten sinds 2010 tijdens de bouw van sportaccommodaties voor het WK voetbal in Qatar.

Mensen- en arbeidsrechten: hoe gaat een onderneming om haar personeel, haar klanten en/of leveranciers? Wat zijn de risico's ten aanzien van het beloningsbeleid? Een bekend voorbeeld is de bonuscultuur binnen financiële ondernemingen in Angelsaksische landen als de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk waar CEO's van banken jaarlijks tientallen miljoenen euro's aan bonussen incasseren. Door dit korte termijn gewin kunnen lange termijn duurzaamheidsdoelstellingen uit het oog worden verloren.

Bestuur van het land of de onderneming (governance): hoe wordt de onderneming bestuurd en hoe gaat men om met bijvoorbeeld witwaspraktijken en corruptie? Een bekend voorbeeld is de witwasaffaire bij ING. Jarenlang deed de bank te weinig om te voorkomen dat bankrekeningen konden worden gebruikt voor witwaspraktijken. Volgens het Openbaar Ministerie had winstbejag prioriteit boven de verplichte controles van klanten en betalingen. In een schikking moest ING in september 2018 daarom 775 miljoen euro betalen aan justitie.

Product governance: hoe gaat een onderneming om met de veiligheid van producten en de privacy van de data? Volkswagen raakte bijvoorbeeld in september 2015 in opspraak toen bleek dat het jaren had gesjoemeld met de uitstootgegevens van miljoenen dieselwagens. Het aandeel verloor hierdoor maar liefst 27 miljard euro aan beurswaarde. Het bedrijf knoeide met de software van zijn dieselmodellen, waardoor de uitstoot van schadelijke stoffen tijdens uitlaatgastest binnen de gestelde normen viel, terwijl de emissie in werkelijkheid veel hoger lag.

Een onderneming kan ook een **reputatierisico** oplopen, wanneer het bijvoorbeeld verklaart niet te investeren in palmolie, terwijl dat later wel het geval blijkt.

Praktische problemen

Sinds de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) van de Europese Unie in maart 2021 van kracht is geworden, zijn vermogensbeheerders verplicht om fondsen die ze in de Europese Unie op de markt brengen, te classificeren als Artikel 6, 8 of 9, afhankelijk van hun duurzaamheidsdoelstellingen. We zijn nu bijna twee jaar verder en we zien dat het landschap van fondsen die zijn geclassificeerd als "lichtgroen" (Artikel 8) of "donkergroen" (Artikel 9) enkele radicale veranderingen heeft ondergaan.

In de laatste maanden van 2022 hebben fondsenhuizen zich voorbereid op de implementatie van de technische reguleringsnormen van de SFDR Level 2, of RTS, die in januari 2023 van kracht werden en die beheerders verplichten om méér informatie te geven over ESG-strategieën, duurzaamheidsrisico's en impact van hun fondsen in documenten en rapportages.

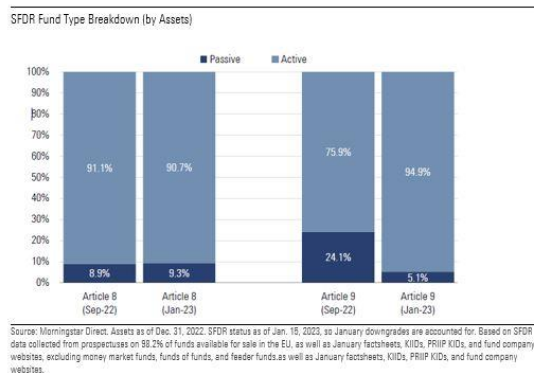
Vooruitlopend op dit verbeterde pakket aan regelgeving en na een verduidelijking dat fondsen die zich als Artikel 9 afficheren, alleen mogen beleggen in duurzame beleggingen, hebben veel fondsenhuizen de classificatie van hun fondsen herzien. Als gevolg daarvan zijn veel Artikel 9 fondsen een stap verlaagd in de rangschikking naar Artikel 8.

Ongeveer 420 fondsen zijn sinds september 2022 van SFDR-status veranderd. Daaronder zijn er 307 die zijn gedegradeerd van Artikel 9 naar Artikel 8. Dat komt neer op 175 miljard euro aan beheerd vermogen, ofwel 40% van de Artikel 9-categorie. We sluiten niet uit dat deze cijfers in de komende maanden zullen stijgen, naarmate meer nieuwe of bijgewerkte fondsprospectussen worden uitgegeven door de fondshuizen.

Downgrade van veel fondsen

Als gevolg van deze neerwaartse bijstellingen daalde de weging van Artikel 9 fondsen in de totale Europese fondsenmarkt tot 3,3% eind december tegen 5,2% drie maanden eerder, terwijl het marktaandeel van Artikel 8 fondsen steeg van 48,3% naar 52,2%. Na de herclassificatie van omvangrijke indexfondsen en exchange-traded funds (ETF's) die Europese klimaatbenchmarks volgen (die afgestemd zijn op de Overeenkomst van Parijs of op klimaattransitie), kromp het marktaandeel van passieve Artikel 9 fondsen van 24% tot 5%¹².

De duidelijk geringere vertegenwoordiging van passieve fondsen in de Artikel 9-categorie roept vragen op over de haalbaarheid of verdiensten van een goedkope, op een vast set regels gebaseerde benadering voor beleggers die pure blootstelling aan duurzame beleggingen zoeken.



¹² <https://www.morningstar.nl/nl/news/231345/sfdr-golf-van-downgrades-artikel-9-fondsen-eind-2022.aspx>

De prestaties van Duurzaam Beleggen

Sinds de jaren 2010 hebben we een sterke toename gezien van duurzaam beleggen. Heeft deze trend invloed op de waardering van bedrijven en daarmee op hun kapitaalkosten, en bij implicatie de rendementen die beleggers kunnen verwachten?

Bij het zoeken naar antwoorden op dergelijke vragen worden beleggers het best bediend door te leren wat het academisch onderzoek te zeggen heeft in plaats van te vertrouwen op meningen. Met dat in gedachten duiken we diep in wat het onderzoek heeft ontdekt. We zullen de bevindingen onderzoeken over vragen als:

- Is er consistentie in ESG-ratings tussen verschillende aanbieders?
- Houdt de markt rekening met koolstofrisico in de aandelenkoersen?
- Worden de rendementen van groene en 'bruine' aandelen goed verklaard door asset pricing-modellen?
- Wat is het effect van uitsluitingsschermen versus best-in-class strategieën?

Het bekijken van de onderzoeksresultaten stelt je in staat een geïnformeerde beslissing te nemen. We beginnen met een discussie over wat de economische theorie zegt over het effect van duurzame beleggingsstrategieën op waarderingen en verwachte rendementen.

Economische Theorie over duurzaamheidsvoorkeuren, risico en diversificatie

Terwijl duurzaam beleggen blijft winnen aan populariteit, suggereert de economische theorie dat als een groot genoeg deel van de beleggers ervoor kiest om bedrijven met hoge duurzaamheidsbeoordelingen te begunstigen en die met lage duurzaamheidsbeoordelingen te vermijden (de zogenaamde 'zondaars' bedrijven), de aandelenkoersen van de begunstigde bedrijven zullen stijgen en de aandelen van de zondaarsbedrijven zullen dalen. In evenwicht zou het screenen van bepaalde activa op basis van de smaak van beleggers moeten leiden tot een rendementspremie op de gescreende activa.

Het resultaat is dat de begunstigde bedrijven lagere kapitaalkosten hebben omdat ze worden verhandeld tegen een hogere waardering. De keerzijde van lagere kapitaalkosten is een lager verwacht rendement voor de verschaffers van dat kapitaal (aandeelhouders). En de zondaarsbedrijven zullen hogere kapitaalkosten hebben omdat ze worden verhandeld tegen een lagere waardering met als de keerzijde daarvan een hoger verwacht rendement voor de verschaffers van dat kapitaal.

De hypothese is dat de hogere verwachte rendementen (een premie boven het vereiste rendement van de markt) vereist zijn als compensatie voor de emotionele kosten van blootstelling aan aanstootgevende bedrijven. Aan de andere kant zijn beleggers in bedrijven met hogere duurzaamheidsbeoordelingen bereid om de lagere rendementen te accepteren als de kosten van het uiten van hun waarden.

Er is ook een risicogebaseerde hypothese voor de zondaarspremie. Het is logisch om te veronderstellen dat bedrijven die nalaten hun ESG-blootstellingen te beheren, mogelijk aan groter risico worden blootgesteld (dat wil zeggen, een breder scala van mogelijke uitkomsten) dan hun meer op ESG gerichte tegenhangers. Het argument is dat bedrijven met hoge duurzaamheidsscores beter risicobeheer hebben en betere nalevingsnormen hebben. Sterkere controles leiden tot minder extreme gebeurtenissen zoals milieurampen, fraude, corruptie en juridische procedures (en hun negatieve gevolgen). Het resultaat is een vermindering van het staartrisico bij hoog scorende bedrijven ten opzichte van de laagst scorende bedrijven. Het grotere staartrisico creëert de zondaarspremie.

Diversificatie wordt vaak de beste vriend van de belegger genoemd. Toch offeren duurzame beleggers enkele voordelen van diversificatie op in vergelijking met een breed gespreide marktindexfonds omdat hun beleggingen

beperkt zijn tot het universum van aandelen die voldoen aan een duurzame beleggings-screeningproces. In theorie zijn minder gediversifieerde portefeuilles minder efficiënte portefeuilles.

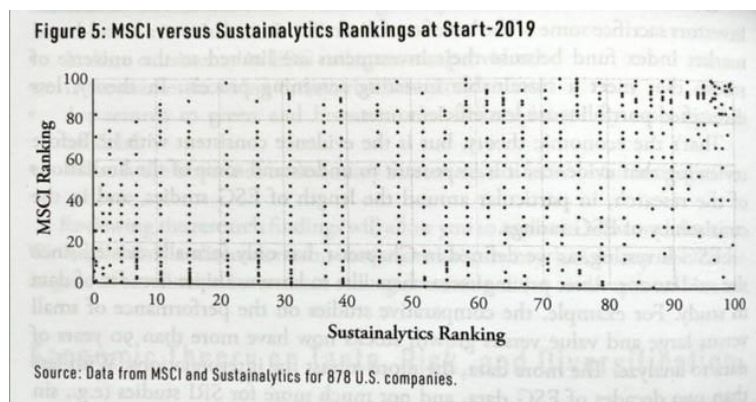
Dit is de economische theorie, maar is het bewijs daarmee consistent? Voordat we dat bewijs bekijken, is het belangrijk om enkele beperkingen van het onderzoek te begrijpen, met name rond de duur van ESG-studies en de consistentie van ESG-beoordelingen.

ESG-beleggen bestaat pas formeel sinds het midden van de jaren 2000. Onderzoekers in asset pricing geven de voorkeur aan meerdere decennia aan gegevens om te bestuderen. Zo hebben vergelijkende studies naar de prestaties van kleine versus grote en waarde versus groeiaandelen nu meer dan 90 jaar aan gegevens om te analyseren. Hoe meer gegevens, hoe robuuster de interpretaties. Met minder dan twee decennia aan ESG-gegevens en niet veel meer voor SRI-studies (bijv. prestaties van zondaarsaandelen), zouden beleggers de bevindingen uit deze studies als voorlopig moeten beschouwen.

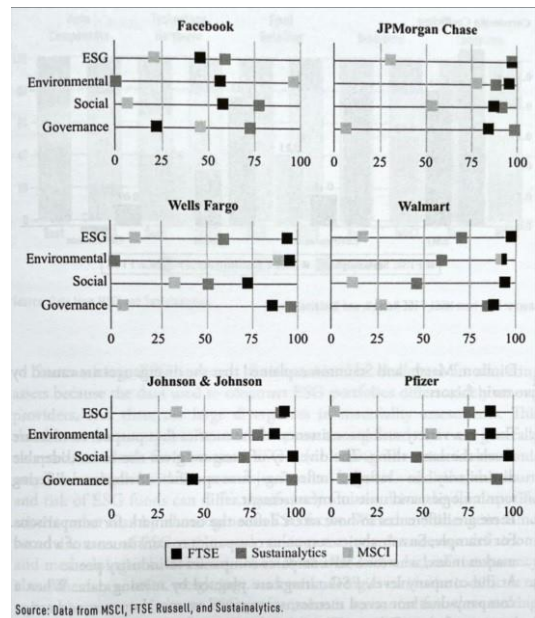
Het is ook een probleem dat ESG-beoordelingen van verschillende aanbieders sterk van elkaar kunnen verschillen. Bijvoorbeeld, de auteurs van de studie "Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings" uit 2020 vonden dat de correlaties van beoordelingen tussen de aanbieders gemiddeld slechts 0,61 bedroegen, waarbij 1,0 perfecte correlatie is en 0,0 helemaal geen correlatie is. Daarom is de informatie die besluitvormers van beoordelingsbureaus ontvangen, dubbelzinnig. De divergentie van beoordelingen vormt een echte uitdaging voor empirisch onderzoek. Het is moeilijk om de prestaties van hoog- versus laag-beoordeelde ESG-aandelen te bepalen wanneer onderzoekers het niet eens kunnen worden over welke aandelen hoog en welke laag zijn beoordeeld. De keuze van één ESG-beoordelaar boven een andere kan de resultaten en conclusies van een studie aanzienlijk veranderen. Verschillende studies naast "Aggregate Confusion" hebben het gebrek aan consensus in ESG-beoordelingen bevestigd, waaronder "Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and Performance" en "Going Green Means Being in the Black," evenals het volgende paper, "Divergent ESG Ratings" van Elroy Dimson, Paul Marsh en Mike Staunton.

Om te laten zien hoeveel een uitdaging de divergentie in beoordelingen vormt voor beleggers, zullen we de bevindingen van deze studie uit 2020 bekijken. De auteurs ontdekten dat hoewel gegevens essentieel zijn voor het nemen van beleggingsbeslissingen en de meeste instellingen geheel of gedeeltelijk vertrouwen op externe aanbieders van ESG-gegevens, er minimale correlatie is tussen ESG-beoordelingen van alternatieve bureaus.

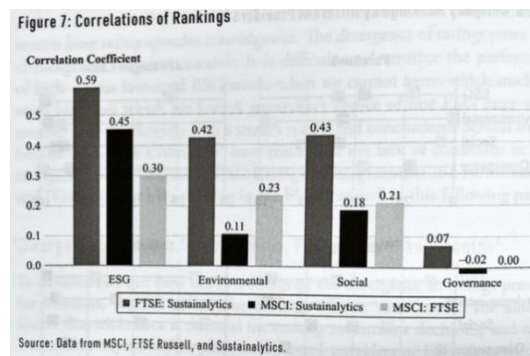
Zoals de figuur laat zien, zijn er grote verschillen in scores, waarbij bedrijven met een hoge score van de ene beoordelaar vaak een gemiddelde of lage score van een andere ontvangen.



De rechterfiguur toont de ranglijst van zes bedrijven door drie beoordelaars en laat zien dat bedrijven op elk afzonderlijk punt aanzienlijk uiteenlopende ranglijsten kunnen krijgen. Bijvoorbeeld, op het milieuaspect heeft Facebook een 15e percentielscore van Sustainalytics en een 96e percentielscore van MSCI.



Ook blijkt dat de onderlinge correlaties van ranglijsten ook vrij laag zijn. Dit geldt met name voor de afzonderlijke componenten, voor governance zijn ze praktisch niet gecorreleerd.



Dimson, Marsh en Staunton legden uit dat de verschillen worden veroorzaakt door belangrijke factoren:

1. Er is een verscheidenheid en inconsistentie in de metriecken die verondersteld worden min of meer hetzelfde te meten. Deze diversiteit aan maatregelen leidt tot aanzienlijke verschillen in beoordelingen, weerspiegelend bedrijfsspecifieke kenmerken, uiteenlopende terminologieën en meeteenheden;
2. Er zijn verschillen in hoe beoordelaars de benchmark voor vergelijkingen definiëren. Bijvoorbeeld, Sustainalytics vergelijkt bedrijven met samenstellingen van een brede marktindex, terwijl S&P bedrijven vergelijkt met sectorgenoten;
3. Op bedrijfsniveau worden ESG-beoordelingen geplaagd door ontbrekende gegevens. Wanneer een bedrijf geen metriecken onthult, nemen sommige beoordelaars het ergste aan en geven een score van nul. Anderen schatten een score in die overeenkomt met branchegegoten die de gegevens wel rapporteren. Meer geavanceerde benaderingen gebruiken statistische modellen om ontbrekende metriecken te schatten, maar zijn vaak onduidelijk over waarom een bedrijf een lage of hoge beoordeling krijgt.

Als gevolg van de groei in de hoeveelheid openbare informatie en het gebrek aan consensus over metriecken is er meer ruimte voor beoordelaars om het oneens te zijn over de scores voor specifieke bedrijven.

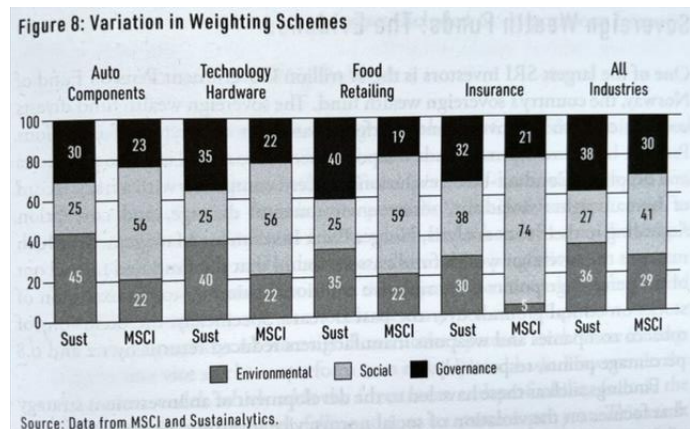
Zoals de rechterfiguur laat zien, variëren de gewichtsschema's, dat wil zeggen, de relatieve belangrijkheid die beoordelaars toekennen aan verschillende metriecken, aanzienlijk.

Beleggers die duurzaam wensen te beleggen

worden dus geconfronteerd met aanzienlijke uitdagingen omdat de gegevens die worden gebruikt om ESG-portefeuilles samen te stellen sterk verschillen tussen aanbieders, en er zijn grote verschillen in de beoordeling van materialiteit. Dit zou geen verrassing moeten zijn, omdat er geen geregleerde of zelfs algemeen aanvaarde normen zijn voor wat goede ESG is (of niet is). Het resultaat is dat fondsen mogelijk niet in lijn zijn met de doelstellingen en overtuigingen van beleggers.

Bovendien kunnen het rendement en het risico van ESG-fondsen aanzienlijk verschillen en worden ze bepaald door fonds specifieke criteria in plaats van een homogene ESG-factor. Met deze uitdaging in gedachten zijn wij zeer voorzichtig in het gebruiken van ESG-beoordelingen en ranglijsten.

Daarnaast kan een gebrek aan transparantie over de gegevensbronnen, wegingen en methodologieën het extra moeilijk maken om ervoor te zorgen dat het werkelijke ESG-prestaties van bedrijven worden meegewogen bij het maken van portefeuilleselectie en beleggingsbeslissingen.



Selectiemethodiek EBI Capital

Bij de invulling van jouw beleggingsportefeuille – indien er geen sprake van (specifieke) duurzaamheidsvoorkeuren - selecteren we in eerste instantie die beleggingscategorieën waarvan de wetenschap heeft aangetoond dat de betreffende beleggingscategorie het hoogst haalbare rendement heeft. Vervolgens selecteren wij het beste beleggingsinstrument. Bij een vergelijkbare rendements-risico karakteristiek selecteren wij eerst een beleggingsinstrument uit categorie 9, dan categorie 8 en als laatste artikel 6.

Een voorbeeld zal dit verduidelijken. Stel dat de beleggingscommissie van EBI Capital een blootstelling adviseert in de beleggingscategorie Global Value. De eerste stap bij de fondsselectie is een onderzoek welke fondsen de beste blootstelling kan realiseren. Bij een gelijkblijvende beoordeling heeft een artikelfonds 9 onze voorkeur, daarna een artikel 8 fonds en vervolgens een artikel 6 fonds.

Dit impliceert dat de beleggingen die wij selecteren soms wel maar ook soms niet zich als duurzaam kwalificeren.

Als jouw vermogensbeheerder kunnen wij geen directe invloed uitoefenen op de screening van de beleggingen in de portefeuille. Ons beleggingscomité controleert eens per kwartaal alle beleggingen tijdens het beleggingsoverleg. Wij onderzoeken of het product nog voldoet aan de duurzaamheidskenmerken zoals deze zijn vastgelegd tijdens het selectieproces. Zo gaan wij ook na of het product door de fondsaanbieder blijvend is ingedeeld in grijs (categorie 6), lichtgroen (categorie 8) of donkergroen (categorie 9).

Focus op uitstoot van broeikasgassen

Als wij besluiten om artikel 8 of artikel 9 fondsen op te nemen richten we ons met name op die fondsen waarbij reductie van broeikasgassen centraal staat.

Klimaatwetenschap identificeert de uitstoot van broeikasgassen namelijk als de belangrijkste oorzaak van klimaatverandering. Door middel van een systematisch proces proberen de door ons geselecteerde beleggingsfondsen de blootstelling aan emissies te verminderen met behulp van maatstaven voor de ecologische voetafdruk. Zij evalueren emissies op basis van twee ecologische voetafdrukcomponenten: de huidige uitstoot van een bedrijf en potentiële emissies uit fossiele brandstofreserves.



Ecologische voetafdrukgegevens



Broeikasgasintensiteit*

Broeikasgasintensiteit omvat de recent gerapporteerde uitstoot van broeikasgassen van een bedrijf in tonnen kooldioxide-equivalenten (CO₂e) gedeeld door de omzet van een bedrijf.



Potentiële emissies uit reserves*

Potentiële emissies uit reserves is een schatting van de geproduceerde kooldioxide als de gerapporteerde fossiele brandstofreserves van een bedrijf werden gebruikt.

Betrokken aandeelhouderschap

Een selectiecriteria in ons selectiebeleid van een fondsenhuis is de wijze waarop er door het betreffende fondsenhuis wordt omgegaan met milieu- en maatschappelijke kwesties. Zoals aangegeven hebben we het fondsenhuis Dimensional geselecteerd voor de implementatie van duurzaamheid.

Dimensional hanteert een actief aandeelhouderschap. Deze aanpak stelt Dimensional in staat om rekening te houden met de inherente complexiteit van ESG-kwesties en de beperkingen van aandeelhoudersvoorstellen, terwijl zij de stembeslissing bekijken binnen een bredere strategie voor individuele bedrijven.

Conclusie Duurzaamheid

De snelle groei van ESG data vormt voor beleggers die geïnteresseerd zijn in duurzaamheid een kans. Tegelijkertijd heeft deze groei een aanzienlijke complexiteit geïntroduceerd, die beleggers misschien moeilijk kunnen vinden. In onze optiek beperken de subjectiviteit en ondoorzichtigheid van ESG ratings hun meerwaarde voor beleggers. Beleggers kunnen het beste zelf hun duurzaamheidsprioriteiten vaststellen, terwijl ze zich bewust zijn van de compromissen die ermee gemoeid zijn. De duurzaamheidsstrategieën van Dimensional, met hun duidelijke focus, gedegen methodologie en transparante rapportages, kunnen beleggers aanspreken die specifiek geïnteresseerd zijn in klimaatverandering.

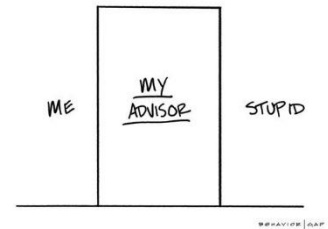


Beleggers kunnen in het kader van deze tweeledige doelstelling voor duurzame beleggingen kiezen. EBI Capital gaat er echter van uit dat de keuze voor een duurzame beleggingsaanpak niet ten koste van gezonde beleggingsprincipes hoeft te gaan.

Tot slot: valkuilen die voor een lager rendement zorgen

Je hebt in deze beleggingsfilosofie gelezen dat beleggen loont, dat de wetenschap heeft aangetoond welke factoren bepalend zijn voor het rendement van een belegging en de grote negatieve invloed die kosten hebben.

Je krijgt ondanks dit alles als belegger toch te maken met enkele valkuilen die ervoor kunnen zorgen dat jouw rendement uiteindelijk een stuk lager uitvalt dan het rendement dat financiële markten hebben opgeleverd. Die valkuilen hebben vooral te maken met emoties, zoals bijvoorbeeld angst of hebzucht.



Wij beleggen op basis van wetenschappelijke feiten. Rationeler kan niet. Om de belangrijke – vaak negatieve – emoties bij je weg te nemen leidt het inhuren van een professional aantoonbaar tot betere prestaties. Hieronder hebben we de belangrijkste valkuilen voor je samengevat.

Valkuil 1. Reageren op de dagelijkse fluctuaties

Dit is waarschijnlijk de bekendste valkuil bij beleggen. Het heeft alles te maken met het proberen om de markt te 'timen'. Met andere woorden, je gaat zelf bedenken en bepalen wat het 'juiste' moment is om te kopen of te verkopen. Het klinkt logisch, maar toch is herhaaldelijk bewezen dat een individu zelden in staat is om de markt te verslaan.

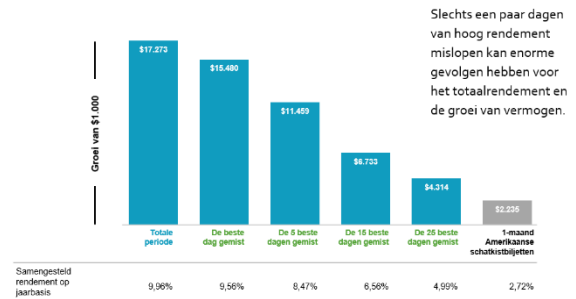
Wanneer je uitstapt en de koersen dalen in een week nog eens – bijvoorbeeld met 10% (en dat zou zomaar kunnen) – en je koopt alles de week erop weer terug, dan heb je het goed gedaan en veel geluk gehad. De meeste beleggers doen dat echter niet. Ze beginnen bij verdere beursdaling toch te twijfelen, de koersen lopen vervolgens weer op en ze wachten nog even op een beter moment. De koersen dalen vast weer een keer, want deze crisis is nog niet voorbij en dan stappen ze alsnog in. De terugval blijft echter uit, waardoor ze moeten terugkopen tegen hogere koersen dan waartegen ze waren uitgestapt.

Achteraf kunnen deze beleggers concluderen dat dit in- en uitstappen ze zowel geld als energie heeft gekost. Kortom: beleggers kiezen vaak de verkeerde momenten.

Veel beleggers zijn in een crisis dus geneigd om even te wachten met beleggen. Dat klinkt logisch, want als de economische vooruitzichten slecht zijn, dan is het toch geen goed idee om te gaan beleggen? Liever wachten zij tot de rust is teruggekeerd. Maar dit pakt vaak verkeerd uit. De kans is namelijk groot dat je later instapt dan wanneer de stijging is begonnen. Aandelenkoersen lopen namelijk vaak op de zaken vooruit.

Ook tijdens de coronacrisis zagen we de koersen in razend tempo dalen en kwamen de slechte economische vooruitzichten tot uiting in lagere koersen. Maar op het moment dat de rust en zekerheid terugkeren, kunnen koersen razendsnel omhooggaan. En dan koop je tegen hogere koersen in. Afwachten tot een beter instapmoment betekent in de praktijk dus wachten tot een duurder instapmoment. En dat kost rendement.

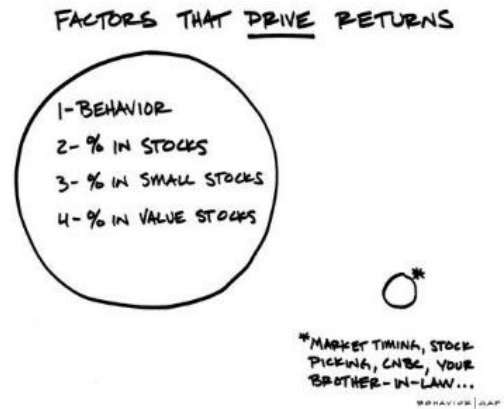
Timen van de markt is dus vrijwel onmogelijk, dat blijkt maar weer met de coronacrisis. Houd je daar dus liever niet te veel mee bezig. Stap niet uit of wacht niet af met beleggen. Het gevaar bestaat dat je achter de feiten aanloopt. In de grafiek hieronder zie je wat het effect is van het missen van goede handelsdagen op de lange termijn. Zou je de tien beste dagen mislopen – waarvan vaak een aantal kort op een scherpe daling volgt - dan halveert jouw rendement (4,49%) ten opzichte van iemand die niets doet (8,18%).



Valkuil 2. Luisteren naar beleggingsgoeroes

Beleggingsexperts en goeroes die allerlei 'hot stocks' aanbevelen, kom je overal tegen. Het is heel verleidelijk om hiernaar te luisteren, want het is een menselijke eigenschap om 'in control' te zijn. Ze kunnen hun mening vaak met veel overtuiging brengen en vaak nog onderbouwen met hele mooie cijfers. De realiteit is echter dat deze goeroes geen glazen bol hebben en het vaak ook niet weten. Daarbij is hun advies meestal ook niet objectief en vaak eenzijdig.

Wanneer je deze aandelen zou kopen, neem je erg veel specifiek risico en ben je meer aan het speculeren dan aan het investeren. Als je dit doet is de kans ook groot dat je afwijkt van je eigen investeringsplan en je risicoprofiel. Het advies moet altijd zijn om goed te spreiden.



Valkuil 3. Reageren op nieuws uit de media

Beleggen is altijd gericht op de lange termijn. Dat betekent dat je het beste gewoon zo min mogelijk financieel nieuws kunt volgen. Het is bijna altijd gericht op de korte termijn, vaak negatief (want dat heeft meer nieuwswaarde) en dient ook meestal om de krant of zendtijd te vullen.

Kortom, let niet op de waan van de dag en laat de markt- en daarmee jouw bewuste beleggingsbeleid- gewoon zijn werk doen. Uit het verleden blijkt dat genoeg geduld hebben en zo min mogelijk kopen en verkopen altijd het beste resultaat oplevert. En ook nog met de minste kosten.

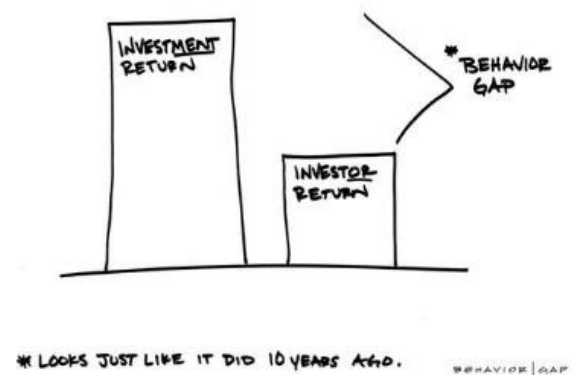
Valkuil 4. Jouw gedrag

Als de markten stijgen, is er optimisme en zelfvertrouwen. Iedereen koopt. Voor je het weet koop je juist wat iedereen koopt. Maar als de koersen ineens sterk dalen - zoals bij de coronacrisis - dan komen er andere emoties los. Minder ervaren beleggers reageren vaak impulsief op een scherpe daling met paniekverkopen, waardoor zij juist weer herstel mislopen en opgezadeld worden met extra transactiekosten.

Als de beurskoersen kelderen, proberen veel beleggers aan deze val te ontkomen. De meest klassieke valkuil ligt dan op de loer: The Behavior Gap, oftewel het gat in het rendement door beleggersgedrag. Niet de (dalende) beurskoersen zijn de grootste bedreiging voor het rendement van de belegger. Het gedrag van de belegger zelf zorgt voor een lager rendement.

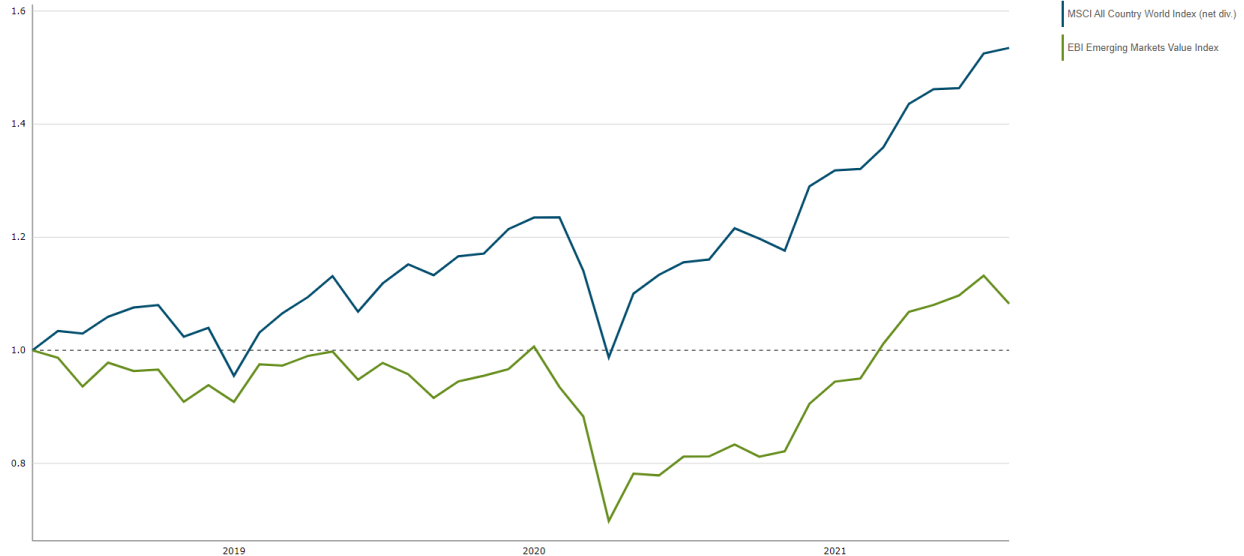
The Behavior Gap slaat op het gat tussen het beleggingsrendement en het beleggersrendement. Het beleggingsrendement is het rendement van een belegging die zonder ingrijpen zijn werk kan doen. Het beleggersrendement is het rendement inclusief de uitgevoerde tussentijdse acties door de belegger. Opvallend genoeg is het beleggersrendement altijd lager dan het beleggingsrendement (een enkele uitzondering daargelaten).

Waarom nemen beleggers beslissingen die onvoordelig uitvallen? De motivatie hiervoor is heel verschillend. De één is bang om (opnieuw) veel geld te verliezen, slaapt er slecht van en wil het liefst niets meer weten van de beurs. Liever renteloos (of zelfs met negatieve rente) op de bank, dan het risico lopen op nog grotere verliezen. Met de kredietcrisis van 2008 en de corona-crisis nog vers in het geheugen is dit heel begrijpelijk. Een enkele keer is die emotie zo sterk, dat we een relatie adviseren te stoppen met beleggen. Iemand anders is het misschien gewend om in te grijpen als het dreigt mis te gaan. Hij zal zich niet lijdzaam naar de slachtbank laten leiden. Ook deze emotie is heel begrijpelijk, maar net zo funest voor het rendement op de lange termijn.



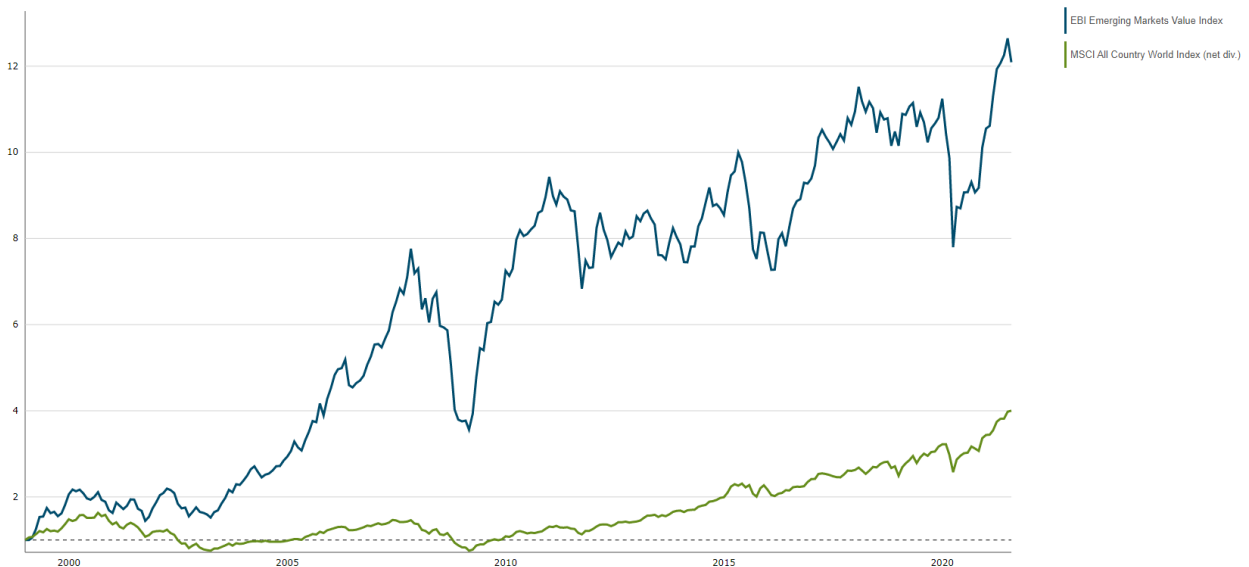
Valkuil 5. Najagen van performance

We hebben laten zien dat wij jouw vermogen spreiden over rendementsbepalende factoren. Een bekende valkuil is ongeduld. Stel je voor dat je onderstaande performance grafiek ziet.



Wat je ziet is dat een belegging in de categorie waarde aandelen uit de opkomende markten 'slechts' 8% rendement heeft opgeleverd. Dit terwijl het rendement van de totale markt 53% rendement heeft opgeleverd. Voor veel beleggers is een beleggingstermijn van 3 jaar al behoorlijk lang en mogelijk komt de vraag dus bij je op waarom je zo'n slecht presterende beleggingscategorie in je beleggingsportefeuille zou willen hebben.

Het antwoord vind je in de volgende grafiek, waar we de lange termijn ontwikkeling in hebben opgenomen.



Als we het totale rendement nu bekijken, dan zien we dat het totale rendement van de markt 400% bedraagt. Als je dit vergelijkt met het rendement van 1.209% van de waarde aandelen uit de opkomende markten, dan is de kans groot dat je – met deze kennis – een andere conclusie trekt.

De belangrijke conclusie die je hieruit kunt trekken is dat er in de beleggingsportefeuille **altijd** onderdelen zitten die minder goed presteren dan de markt, net zoals er **altijd** onderdelen zijn die beter presteren. Je kunt dit doortrekken naar de prestaties van andere vermogensbeheerders. Er zullen **altijd** vermogensbeheerders zijn die in een bepaalde periode beter presteren dan wij, net zoals er ook **altijd** partijen zullen zijn die slechter presteren.

Over EBI Capital

EBI Capital (voorheen De Vries Investment Services) is ontstaan toen verschillende beleggingsexperts na vele jaren werkervaring voor grootbanken tot een aantal ontvullende inzichten kwamen:

1. Beleggen is vaak noodzakelijk om je beleggingsdoel te kunnen realiseren.
2. De bank en jij hebben andere belangen.
3. Bij beleggen zijn de belangrijkste uitgangspunten een academisch onderbouwde beleggingsfilosofie, lage kosten en rationeel gedrag.

Beleggen doe je niet zomaar. Je kiest ervoor om te gaan beleggen om een financieel doel te realiseren, zoals het af kunnen lossen van je hypotheek of een belangrijke aanvulling op je pensioen. Dat betekent dat de taak die wij op ons nemen voor jou zeer belangrijk is.

We hebben in de praktijk gezien dat bij een grootbank winstmaximalisatie vaak de centrale doelstelling is. Dat kan ook niet anders als er aandeelhouders in het spel zijn. Dit eenvoudige feit zorgt ervoor dat de belangen niet parallel lopen.

We kennen allemaal de verhalen waar het in het financiële stelsel volledig mis is gegaan, en dat dit het gevolg is van winstbejag. In de beleggingsindustrie kun je nu eenmaal meer geld verdienen door een actief beleggingsbeleid te promoten en trek je veel cliënten aan door veel geld uit te geven aan marketing.

Bij EBI Capital hebben we maar één doel: jouw beleggingsdoelstelling realiseren. Het feit dat wij al jaren groeien bewijst dat onze nuchtere aanpak werkt en laat ook zien dat veel beleggers niet in gouden bergen geloven maar zich herkennen in onze beleggingsvisie, die gebaseerd is op wetenschappelijke feiten.

Met zeven professionals, waaronder twee geregistreerde beleggingsanalisten, één chartered financial analyst en één financiële planner begeleiden we jou naar een betere financiële toekomst.



Paul Lagerweij

Medewerker Back-office

0172-796115

paul@ebicapital.nl



Sjoerd Bal

Beleggingsexpert

023-2044246

sjoerd@ebicapital.nl



Herman Oeberius Kapteijn

Beleggingsexpert

023-2044040

herman@ebicapital.nl

Sjoerd en Herman zijn DSI-gecertificeerd en als verbonden agent¹³ verbonden aan EBI Capital. Paul is verantwoordelijk voor de backoffice.

¹³ Verbonden agenten treden op onder volledige en onvoorwaardelijke verantwoordelijkheid van EBI Capital. Voor rekening van EBI Capital verlenen zij bepaalde beleggingsdiensten. Het is belangrijk om te melden dat verbonden agenten geen vermogensbeheerdiensten aanbieden noch invloed hebben op de invulling van EBI's modelportefeuilles. Verbonden agenten hoeven niet afzonderlijk over een vergunning te beschikken, maar moeten wel voldoen aan de regels van de Wft.



Lodewijk Lamaison van den Berg

Managing Partner



Niek Padt

Managing Partner



Jan de Vries

Founding Partner

Lodewijk, Niek en Jan vormen het bestuur van EBI Capital.

Mischa is junior vermogensbeheerder en ondersteunt daarnaast Paul.



Mischa Hart Nibbrig

Medewerker Back-office

+31 6 31 63 46 20

mischa@ebicapital.nl