

VOORZITTER

Marc Vijver, *Index People Vermogensbeheer*

DEELNEMERS

Effi Bialkowski, *Van Lanschot*

Willem Bouwman, *ABN AMRO Private Banking*

Marcel Danen, *UBS Asset Management*

Antoine Lesné, *SPDR ETFs, State Street Global Advisors*

Martijn Rozemuller, *Think ETF's*

Gert-Jan Verhagen, *Amundi ETFs*

Andreas Zingg, *Vanguard Asset Management*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Amundi ETFs, UBS Asset Management, SPDR ETFs, Think ETF's en Vanguard Asset Management.

Foto's: Ruben Eshuis Fotografie



OBLIGATIE-ETF's WORDEN STEEDS MEER GEKOCHT

Door Hans Amesz

De laatste jaren is er aanzienlijk meer vraag naar obligatie-ETF's (Exchange Traded Funds) ontstaan. Ze maken nu zo'n vijftien tot twintig procent van de totale ETF-markt uit. Zeven experts praten met elkaar over de ontwikkelingen in de markt van Fixed Income ETF's.



Over het algemeen is er veel meer geld belegd in obligaties dan in aandelen, maar bij ETF's is het andersom: er is minder belegd in obligatie-ETF's dan in aandelen-ETF's. Hoe komt dat?

Gert-Jan Verhagen: 'De eerste ETF's in de markt waren gericht op aandelen, om beleggers de mogelijkheid te geven kostenefficiënt tactisch te alloceren. Nu worden ETF's steeds meer strategisch gebruikt, en ook in obligatieportefeuilles.'

Antoine Lesné: 'Er zijn veel meer index-strategieën in het aandelen- dan in het obligatie-universum. Het heeft, na de introductie van de eerste aandelen-ETF, ongeveer vijftien jaar geduurd voordat je echt via ETF's in fixed income kon gaan beleggen. Inmiddels is het niet meer nodig je alleen te richten op liquide obligaties. Vergeleken met zo'n tien jaar geleden bieden obligatie-ETF's veel meer spreiding en ze zijn daardoor

gemakkelijker te implementeren in beleggingsportefeuilles.'

Martijn Rozemuller: 'ETF's zijn uitermate geschikt voor retailbeleggers en die maken zich over het algemeen niet zo druk over vastrentende waarden.'

Willem Bouwman: 'Je kunt niet zeggen dat een obligatie-ETF minder populair is dan een aandelen-ETF. Het zit meer in het feit dat een vaste waarden-ETF iets anders is dan een obligatie. Naast het rendement wat een ETF wel repliceert, gaat het beleggers ook om karakteristieken van obligaties, zoals cashflows, bestaande uit coupons en aflossingen. Dit krijg je niet bij het gebruik van ETF's.'

Andreas Zingg: 'Er zijn zoveel benchmarks voor fixed income dat het niet altijd duidelijk is of een actieve strategie beter dan wel slechter is en welke producten outperformen.'

> **Marc Vijver** is beurs- en effectenveteraan. In plaats van de 'autopilot' omarmt hij het 'out-of-the-box'-denken, omdat het vaak nieuwe inzichten oplevert. Dat stopt niet bij nieuwe inzichten alleen, Vijver is iemand die deze ideeën ook daadwerkelijk realiseert. Index People Vermogensbeheer is hier het klinkende bewijs van. Vijver is eindverantwoordelijk voor het beleggingsbeleid en onderhoudt de relaties met institutionele klanten en family offices. Daarnaast is hij actief als adviseur en bestuurder bij beleggingscommissies en doceert hij vermogensbeheer aan (pensioenfondsen) bestuurders.





> **Effi Bialkowski** is Senior Portefuillemanager bij Van Lanschot. Zij is sinds 1996 werkzaam in de financiële wereld. Tot 2008 was Bialkowski werkzaam als bankier en/of beleggingsadviseur bij ABN AMRO en Staalbankiers. In de afgelopen acht jaar werkte zij als vermogensbeheerder bij Staalbankiers en was zij daar ook verantwoordelijk voor de selectie van fondsen en ETF's. Al sinds 2010 selecteerde Staalbankiers ETF's voor de vermogensbeheer-portefeuilles. Door de overname van Staalbankiers door Van Lanschot werkt Bialkowski sinds december 2015 in het Investment Office van Van Lanschot.

Effi Bialkowski: 'Een obligatie-ETF verschilt nogal van een obligatie, wat het voor een belegger ingewikkelder maakt. Verder is de keuze bij aandelen-ETF's aanzienlijk groter dan die bij obligatie-ETF's, dus kijken retailbeleggers waarschijnlijk meer naar de eerste.'

Marcel Danen: 'Het is al gezegd, maar er is duidelijk veel meer vraag naar obligatie-ETF's ontstaan. Zo was in 2016 de wereldwijde totale netto inflow in obligatie-ETF's zo'n 110 miljard dollar versus 230 miljard dollar in aandelen-ETF's. Ruwweg bestaat nu zo'n vijftien tot twintig procent van de totale ETF-markt uit obligatie-ETF's, dus er is nog veel ruimte om dat uit te bouwen.'

Kun je stellen dat Europa meer aan de aandelenkant staat?

Zingg: 'Er bestaat een trend naar fixed income ETF's, maar er komen steeds meer retailbeleggers bij die meer aandelen- dan obligatie-ETF's zullen kopen.'

Lesné: 'In tegenstelling tot de Verenigde Staten worden ETF's in Europa in eerste instantie vooral gebruikt door institutionele beleggers. De retailsector volgt.'

Hoe ziet de vraag naar fixed income ETF's eruit?

Bialkowski: 'Retailbeleggers die in vaste waarden willen investeren, kopen steeds vaker obligatie-ETF's in plaats van gewone obligaties. Dat heeft wellicht met liquiditeit te maken.'

Verhagen: 'Daar waar het, vanwege de mindere liquiditeit, moeilijker is geworden om individuele obligaties te

verhandelen, bieden ETF's een oplossing omdat ze zowel op de primaire als secundaire markt verhandeld kunnen worden. Het gebruik van ETF's biedt beleggers ook de mogelijkheid om de kosten en het aantal trades te minimaliseren en zo met één transactie exposure naar de fixed income markt te verkrijgen.'

Bouwman: 'Met de huidige lage rente voelen beleggers zich minder aangetrokken tot obligaties. Maar klanten die meer actief georiënteerd zijn, kunnen eenvoudig hun strategieën uitvoeren via obligatie-ETF's. Bij ons is dat een belangrijke, doch wat kleinere categorie beleggers.'

Hoe kunnen fixed income ETF's aantrekkelijker worden gemaakt voor de particuliere belegger?

Lesné: 'Door ze aantrekkelijk te construeren. Een ETF is samengesteld uit talloze obligaties, wat de belegger grote diversificatie verschaft.'

Zingg: 'De fees aan de aandelenkant zijn veel concurrerender dan die aan de obligatiekant. Door meer concurrentie gaan de fees voor fixed income ETF's omlaag, wat noodzakelijk is. Verder moet er gezorgd worden voor meer liquiditeit. Daartoe moeten we in Europa samenwerken, ook om meer producten op de markt te brengen.'

Rozemuller: 'Retailbeleggers zijn zeer gefocust op opbrengsten en neigen ertoe minder aandacht te schenken aan het rendement-risicoprofiel. Wat wij als aanbieders van beleggingsproducten zouden moeten doen, is proberen retailbeleggers uit te leggen wat fixed income ETF's precies zijn en hoe ze het beste gebruikt kunnen worden.'

Bialkowski: 'Hoe moet dat?'

Rozemuller: 'Bijvoorbeeld door het organiseren van seminars. Ik hoor dat beleggers er nu bang voor zijn dat met obligaties misschien hetzelfde gaat gebeuren als met aandelen in 2008. Als de rente gaat stijgen, zouden de koersen van obligaties ineenstorten. Hoewel de obligatiekoersen natuurlijk dalen als de rente stijgt, is een crash zoals de aandelenmarkt in 2008

De termen passief en actief zullen verdwijnen, het gaat om rule based en non rule based.

meemaakte zeer onwaarschijnlijk omdat obligaties heel anders werken dan aandelen. Beleggers zouden dit verschil beter uitgelegd moeten krijgen.'

Lesné: 'Dat laatste is inderdaad een kwestie van educatie.'

Welke producten kunnen echt attractief zijn voor particuliere beleggers?

Verhagen: 'Beleggers zijn duidelijk op zoek naar rendement. Inflatiegerelateerde oplossingen en producten die inspelen op een mogelijk stijgende rente zijn nu buitengewoon gewild. Daarnaast voorzien we in een grote vraag naar Floating Rate Note ETF's, die nuttig kunnen zijn als hedge tegen renteverhogingen in de Verenigde Staten en om rendement te genereren binnen het investment grade-universum.'

Danen: 'Je ziet niet alleen een hedge tegen inflatie maar bijvoorbeeld ook een hedge tegen duration. Op deze manier kan je je als belegger indekken tegen het renterisico.'

Zingg: 'Er is ruimte voor meer producten en er is behoefte aan heel brede benchmarks, met een paar duizend onderliggende obligaties. Deze moeten zeer kostenefficiënt zijn: de fees moeten omlaag.'

Lesné: 'Als gezegd, particuliere beleggers zijn op zoek naar hoge rendementen en die komen op dit moment van plaatsen waar sprake is van een hoger risico. Daarom moeten juist particuliere beleggers beter worden opgevoed in risicodenken.'

Het gaat dus om bijzondere producten?

Zingg: 'Sommige retailbeleggers zullen geen gebruik willen maken van professioneel advies, zij willen zelf hun portefeuille inrichten. Voor dit soort beleggers is het het beste te kunnen beschikken over heel brede building blocks die goedkoop zijn. Markten gaan op en neer, daar kun je als particuliere beleggers niets aan doen, maar je kunt wel je kosten beheersen.'



Bialkowski: 'Bij beleggingsadviesrelaties is er vraag naar producten met rente hedge, korte en ultra-korte duration, enzovoort. Voor vermogensbeheer daarentegen kopen we nog steeds gewone staatsobligaties- en credit-ETF's. Dat lijkt wel wat minder spannend maar het is nog steeds een goede manier om risico's te beperken.'

Danen: 'Je zou je als belegger ook moeten afvragen waartoe fixed income in de beleggingsportefeuille dient. Gaat het om het verhogen van rendementen of het beperken van risico's? Zo hebben high yield obligaties of EMD (emerging market debt) een hogere correlatie met aandelen. Het toevoegen van deze exposure aan de beleggingsportefeuille kan mogelijk extra rendement opleveren, maar gaat gezien de hogere correlatie wel ten koste van het diversificatie-effect.'

Bouwman: 'Een uitbreiding van het - zoals net vastgesteld - kleine universum lijkt nu niet aantrekkelijk, daar deze versplintering producten eerder duurder zou maken. Het zou beter zijn om te focussen op mainstream producten en het goedkoper krijgen hiervan. Ga op zoek naar critical mass.'



> **Willem Bouwman** is Senior Portfolio Manager Fixed Income bij ABN AMRO Private Banking. Bouwman is afgestudeerd aan de Universiteit Tilburg in Economie en is CEFA/VBA gecertificeerd. Hij is sinds 2012 verantwoordelijk voor het managen van de discretionaire vastrentende vermogensbeheer-portefeuilles voor de private banking klanten. Daarvoor bekleedde hij de functie van obligatiespecialist binnen het beleggingsadviesteam. Voor deze periode heeft Bouwman als adjunct directeur bij Euronext Indices gewerkt. Hij begon zijn carrière in 1997 op de dealingroom van ABN AMRO.



> **Marcel Danen** is sinds 2015 werkzaam als Executive Director bij UBS Asset Management en is hier verantwoordelijk voor de ETF-propositie van UBS in Nederland. Hiervoor heeft hij ruim 6,5 jaar gewerkt als Sales Executive op het Nederlandse kantoor van Vanguard, onderdeel van het Noord-Europese team. Danen is in 2005 zijn carrière begonnen bij ABN AMRO. Vanuit het kantoor in Singapore heeft hij meerdere Sales & Marketing functies bekleed voor de Aziatische tak van zowel de private bank als de asset manager. Danen is afgestudeerd als bedrijfseconoom (specialisatie Finance & Investments) aan de Vrije Universiteit in Amsterdam.

Er zijn goede argumenten om in fixed income af te wijken van de marketcap-benadering. Waarom zijn er dan maar zo weinig speciale of smart beta fixed income ETF's?

Danen: 'Het aantal smart beta fixed income ETF's is inderdaad beperkt. Echter, als je goed zoekt, zijn dit soort ETF's wel degelijk te vinden. Bijvoorbeeld ETF's die zijn gebaseerd op GDP (bruto binnenlands product)-gewogen of op kwaliteitsgewogen indices.'

Bialkowski: 'Met de meeste obligatie-ETF's beleg je relatief veel in landen met de grootste schulden, dat voelt niet altijd comfortabel. Alternatieven, zoals smart beta producten, zijn echter vaak relatief duur en hebben nog geen lange historie. Daarnaast kunnen deze producten voor retailklanten nogal complex zijn.'

Lesné: 'Het komt eigenlijk niet voor dat een goede niche-strategie begint bij ETF's. Smart beta bij aandelen is de afgelopen vijftien jaar tot ontwikkeling gekomen en volwassen geworden. Wat betreft fixed income is het aanzienlijk gecompliceerder smart factoren te identificeren dan bij aandelen. Daarnaast moeten de uitgevers van ETF's een index creëren die ze goed kunnen volgen en die market makers de

gelegenheid geeft een markt te creëren. Soms is er sprake van het kip-ei-probleem.'

Zingg: 'Er bestaan veel producten die beleggers de mogelijkheid verschaffen de verschillende risico's als credit en duration te sturen. Ik denk dat er met name aan de kant van de corporates een grote vraag bestaat naar smart beta fixed income producten.'

Bouwman: 'Onder de motorkap van een aandelen-index en van een obligatie-index gaan heel verschillende motoren schuil. Slechts bij eerste uitgifte van aandelen en bij fusies en overnames verandert de samenstelling van de aandelenindex. Bij een obligatie-index verandert de samenstelling van de index maandelijks door opname van nieuwe uitgiftes. Daarnaast verdwijnen er obligaties omdat de looptijd te kort wordt, of ze worden uit de index gezet omdat ze niet meer voldoen aan de selectiecriteria, bijvoorbeeld als de kwaliteit/rating van de uitgever niet meer voldoet aan de indexregels. De omzet binnen een obligatie-index is dus veel groter. Dit leidt tot allerlei impliciete kosten.'

Lesné: 'Wij hebben onderzoek gedaan naar smart beta fixed income. Een uiterst belangrijk punt is de gebrekkige beschikbaarheid van data. Een obligatie wordt uitgegeven en loopt af, waarna een nieuwe uitgifte volgt. De informatie over obligatiekoersen is niet officieel vastgelegd, dus je hebt een krachtige database nodig die samenwerkt met investeringsbanken, teneinde voor een deelgroep van credits terug te kunnen gaan in het verleden. Het is heel moeilijk te analyseren welke factor of factoren in het verleden echt hebben gewerkt. Je hebt duration, waarvan wordt gezegd dat te veel niet loont. Maar in de afgelopen vijf jaar was het juist gunstig om duration risk te nemen.'

Het aantal ETF's, dat bestaat uit staats- en bedrijfsobligaties wereldwijd, is heel klein. Dat geldt ook voor emerging markets en valuta's. Waarom is dat zo?

Verhagen: 'Het gemis aan een brede exposure vind je niet alleen bij ETF's, maar ook bij veel andere fondstypes en is



allereerst te wijten aan de vraag bij klanten. Bij globale ETF's speelt daarnaast de valutacomponent een grote rol. Valuta's zijn heel volatiel, meer dan fixed income. Dat betekent extra risico in je portefeuille. Er bestaan wel wereldwijde producten voor beleggers die bewust geen positie in een bepaalde regiosector of munt willen.'

Lesné: 'Beleggers in fixed income worden welhaast gedwongen meer te spreiden over de wereld vanwege de lage rentes in Europa of bijvoorbeeld in Zwitserland. Het is een kwestie van vraag, en ook van levenscyclus.'

Bialkowski: 'Bij ons is veel vraag naar wereldwijde producten en ik denk dat dat elders ook het geval is. Het is echter moeilijk om wereldwijde eurohedge-producten te vinden, soms zijn er maar een of twee aanbieders.'

Danen: 'Dit is ook gedeeltelijk vraaggedreven. Onze ervaring is dat veel beleggers bijvoorbeeld een voorkeur hebben voor regionale bouwstenen. Op deze manier hebben zij de flexibiliteit om naar eigen inzicht een regionale asset allocatie beslissing te nemen.'

Bouwman: 'Wij zien nauwelijks vraag naar wereldwijde obligatie-ETF's. De theorie ondersteunt dit ook, omdat die suggereert dat de renteversillen tussen landen een manifestatie zijn van valutaverwachtingen. Indien je de vreemde valuta zou afdekken, krijg je uiteindelijk de eurorente weer terug en levert een wereldwijde strategie niets op.'

Lesné: 'Als we het hebben over een wereld waarin de euro niet meer bestaat, zullen we een wereldwijde vraag zien wanneer er niet meer genoeg Franse of Zwitserse staatsobligaties zijn. Voor Zwitserse Staatsobligaties is dat in feite nu al zo.'

Zingg: 'Soms vragen beleggers om iets wat niet echt goed is voor het beleggingsresultaat. Ik geloof dat producten met een betere spreiding tegen lage kosten voor veel investeerders voldoende zijn. We moeten er ook voor zorgen dat de zogenoemde directe particuliere beleggers ophouden met almaar te handelen om te proberen de markt te verslaan.'

> **Antoine Lesné** is Hoofd SPDR ETF Strategy & Research EMEA bij State Street Global Advisors (SSGA). Met zijn team analyseert hij de financiële markten en economische verwachtingen en brengt hij in kaart hoe SPDR ETF's als bouwsteen in een portefeuille gebruikt kunnen worden om een bepaalde visie te implementeren. Voor deze positie was Lesné Fixed Income Portfolio Strateeg bij SSGA, waarbij hij verantwoordelijk was voor zowel Europese als wereldwijde vastrentende beta en smart beta-strategieën. Hij behaalde in 1998 een Masters in Finance aan de Franse Business School, ESCM.



Welke duurzame ETF-oplossingen zijn er aan de fixed income kant?

Danen: 'Wij bieden al sinds jaar en dag duurzame aandelen ETF's aan. Meer recentelijk hebben wij ook een aantal duurzame fixed income strategieën geïntroduceerd om specifiek aan de toenemende vraag naar deze asset class te voldoen. Het screeningbeleid is drieledig, waarbij er gekeken wordt naar uitsluitingen, bovengemiddelde ESG-scores en controversies. Het resultaat is een meer donkergroene beleggingsportefeuille.'

Rozemuller: 'Wij begonnen zo'n vijf jaar geleden met een duurzame aandelen-ETF. Het was vrij makkelijk om daar een launching customer voor te vinden. We zouden ook graag een duurzame obligatie-ETF maken, maar daarvoor is moeilijk aan startkapitaal te komen. Dat houdt ons op dit moment tegen.'

Zingg: 'Institutionele klanten hebben allemaal verschillende wensen. Er zijn verschillende benaderingen met betrekking tot ESG. Wij zijn een grote asset manager en bezitten aandelen in vrijwel alle grote bedrijven. We overleggen heel actief met de raden van bestuur om meer ondernemingen duurzaam te maken. Op die manier zijn zaken veel sneller te veranderen dan door het introduceren van een SRI (Social Responsible Investment)- of ESG-product.'





> **Martijn Rozemuller** studeerde in 1995 af aan de Universiteit Twente. Tijdens zijn studie Technische Bedrijfskunde was hij voorzitter van Beleggingsstudieclub Duitenberg. In 1995 ging hij werken bij Handelshuis Optiver. Zowel bij Optiver als privé deed Rozemuller goede ervaringen op met ETF's (ook wel indextrackers genoemd). Zo ontstond het idee voor Think ETF's, waarvan Rozemuller sinds de oprichting in 2008 directeur is.

Lesné: 'Als eigenaar van aandelen heb je stemrechten. Voor obligaties is dat niet het geval, maar je kunt wel bepalen waar je geld heengaat, aan wie je het uitleent. Wij kunnen ons stemrecht gebruiken omdat we ook aandelen bezitten in de meeste bedrijven die obligaties uitgeven.'

Verhagen: 'Bij ESG zijn data van wezenlijk belang: dat die bijvoorbeeld aangeven wat de carbon footprint van een bedrijf is. Hoewel data aan de fixed income kant minder voorhanden zijn dan bij aandelen, is dit de afgelopen jaren aan het omslaan en hebben we inmiddels genoeg gegevens om ESG-gebaseerde fixed income portefeuilles in te richten.'

Bialkowski: 'Bij de grote instellingen zien we zowel aan de aandelen- als aan de obligatiekant dat relaties specifieke uitsluitingswensen hebben. Dit soort maatwerk wensen kan je vaak beter realiseren door aandelen en/of obligaties op maat te screenen.'

Lesné: 'Naast een zogenoemde zwarte lijst van sectoren waarin je niet kunt investeren, is er een positieve benadering die kan worden geïmplementeerd in de definitie van de index en die wordt beïnvloed door het aantal aandelen dat wij in een bedrijf hebben.'

Zingg: 'Uiteindelijk gaat het om de performance. Institutionele beleggers zullen bereid zijn vanwege ESG met een iets mindere performance genoegen te nemen – zij hebben immers hun beleggingsrichtlijnen – maar particuliere beleggers waarschijnlijk niet. We moeten dus een ESG-product creëren dat even goed presteert als de index.'

Danen: 'De gewenste mate van duurzaamheid verschilt ook per land en per belegger. Een Nederlandse belegger zal wellicht anders over een duurzame investering denken dan bijvoorbeeld een Oosterse belegger. Verder zien wij dat een groeiend aantal distributeurs/vermogensbeheerders specifieke duurzame beleggingsportefeuilles aanbieden aan hun klanten omdat zij dit als distributeur erg belangrijk vinden, of juist om aan de specifieke duurzame wensen van hun klanten te voldoen.'

Wat is de juiste benadering voor een positieve screening?

Lesné: 'Bij een positieve screening kijk je welke bedrijven in bepaalde sectoren het beste scoren op de E, S en G. Het is eleganter om met een positieve screening te beginnen en te eindigen met enkele uitsluitingen.'

Bialkowski: 'Wij passen zowel positieve als negatieve screening toe. Het universum kan daardoor wel duidelijk kleiner worden.'

Verhagen: 'Wij zien dat klanten zowel positieve als negatieve screenings gebruiken. Op dit gebied kunnen fondsmanagers een verschil maken: voor institutionele beleggers is een volledig op maat gemaakte portefeuille cruciaal.'

Wat betreft fixed income is het aanzienlijk gecompliceerder smart factoren te identificeren dan bij aandelen.



Welke ETF zal het in duurzame markten beter doen, de swap based of de gerepliceerde?

Zingg: 'Het is belangrijk dat beleggers ETF's kopen en het maakt mij niet uit of die fysiek zijn of niet. Als het om de voors en tegens gaat, is het denk ik geen kwestie van de methodologie van het repliceren, maar van de mechanismen van de primaire markt. Die zijn goed en efficiënt als er transparantie en kwaliteit in zit. Ook een volatiele markt moet liquide zijn.'

Lesné: 'Het gaat uiteindelijk om de mogelijkheid van de market makers om hun risico af te wikkelen. Bij een swap-based product loopt de ETF-positie uiteindelijk via het handelsboek van de swap-tegenpartij; dat kan risico's met zich meebrengen.'

Rozemuller: 'Als voormalig handelaar kan ik zeggen dat market makers één ding gemeenschappelijk hebben, namelijk hun grote risico-aversie. Voor market makers is het cruciaal dat het proces van creations/redemptions feilloos werkt. Als ze daar zeker van zijn, kunnen ze een zeer goede performance laten zien, en dan maakt het niet uit of het om fysieke of synthetische ETF's gaat. Het is dus geen kwestie van hoe snel de markt is, het gaat erom wat er de oorzaak van is. In 2008 zag je bijvoorbeeld dat handelen heel moeilijk werd omdat market makers geen vertrouwen meer in het proces hadden.'

Is de liquiditeit in fixed income ETF's dezelfde als in de onderliggende markt? In welke gevallen is er een verschil?

Lesné: 'Als je een soort mathematische regel zou moeten definiëren, is het dat de liquiditeit van de ETF uiteindelijk dezelfde zal zijn als die in de onderliggende markt. In bepaalde periodes kunnen er verschillen optreden, maar als gezegd, uiteindelijk is er geen echt verschil te vinden.'

Bialkowski: 'Voor mij als belegger voelt dat in de praktijk wel anders. In normale marktomstandigheden is de liquiditeit van een obligatie-ETF vaak beter dan de liquiditeit van de onderliggende markt. Als de markten heel onrustig zijn, kan dat weer heel anders zijn.'

> **Gert-Jan Verhagen** is sinds juni 2015 bij Amundi werkzaam als Hoofd van de ETF, Indexing & Smart Beta business in de Benelux. Verhagen begon zijn financiële carrière als beleggingsadviseur bij ABN AMRO Private Banking. Vervolgens werkte hij 10 jaar bij Van Lanschot, als laatste in de functie van Hoofd Productmanagement Beleggen. Verhagen werkte al vijf jaar bij BlackRock, waar hij in zijn laatste functie verantwoordelijk was voor de iShares business in Nederland.

Er zijn veel meer index-strategieën in het aandelen- dan in het obligatie-universum.

Wat is de invloed van de EMIR – en Dodd-Frank regels op fixed income ETF's?

Danen: 'Dodd-Frank is naar aanleiding van de kredietcrisis in 2008 geïntroduceerd met als doel de financiële stabiliteit van Amerikaanse financiële instellingen te vergroten. Echter, president Trump heeft deze wet recentelijk ter discussie gesteld. EMIR is een Europees initiatief om de handel in derivaten transparanter en veiliger te maken. Je zou kunnen beargumenteren dat alle nieuwe regelgeving uiteindelijk gepaard gaat met extra kosten. Deze kosten dienen betaald te worden, waarschijnlijk door de belegger.'

Hoewel de rente laag is, moeten er toch kosten worden gemaakt voor management fees en andere zaken. Wat is de invloed daarvan op de attractiviteit van ETF's?

Rozemuller: 'Als je nu alleen naar het rendement van fixed income producten kijkt, kun je eigenlijk nauwelijks kosten in rekening brengen. We moeten die notie een beetje op de achtergrond zetten. Het gaat niet alleen om rendement en hoeveel je per product in rekening kunt brengen, het gaat erom welke rol het product in de beleggingsportefeuille heeft: die rol kan ook extra spreiding/correlatie zijn. Vanuit een oogpunt van bredere toegevoegde waarde kun je natuurlijk best een fee vragen.'

Lesné: 'Je moet het fonds managen. Daarvoor heb je een vergoeding nodig, zelfs als de resultaten negatief zijn. We zien juist een toename in het gebruik van ETF's door kostenbewuste beleggers.'

Bialkowski: 'Dat vind ik ook. Wellicht wordt er nu wat minder vaak tussen obligatie-ETF's geswitcht omdat de handelskosten relatief hoog zijn ten opzichte van de performance.'





> **Andreas Zingg** is Hoofd van de ETF Distribution Management afdeling bij Vanguard Asset Management. Voorafgaand aan zijn huidige functie was hij hoofd van iShares Sales Midden-Oosten en Afrika en hoofd van iShares Sales voor het Duitstalige deel van Zwitserland bij BlackRock. Voordat hij in 2010 toetrad bij BlackRock, werkte Zingg voor UBS Global Asset Management, het meest recent als Senior Product Specialist voor UBS ETF's. Hij begon zijn carrière als projectleider bij McKinsey & Co. in Zürich. Zingg studeerde Economie en Financiën aan de Universiteit van St. Gallen en heeft daar in 2009 een doctoraat behaald in Business Administration.

Wat gebeurt er als de rente gaat stijgen? Worden obligatie-ETF's dan vanuit een kostenperspectief aantrekkelijker?

Lesné: 'Nee, de kosten van de verschillende ETF's voor vaste waarden liggen min of meer vast, afhankelijk van de complexiteit van en de vraag naar het product. Beleggers zullen een keuze maken op basis van het totale verwachte rendement, inclusief de kosten.'

Zingg: 'De inkomstenpool van ETF's is aanzienlijk gegroeid en ik denk dat er nog steeds veel ruimte bestaat om de total expense ratio's te verlagen. Dat is goed voor de aanbieders van ETF's, maar nog veel beter voor de gebruikers.'

Lesné: 'Het is een duidelijke trend dat de actieve industrie assets verliest aan de passieve industrie. Verder is het duidelijk dat de gemiddelde management fee daalt, de fee van de actieve managers meer dan die van de passieve. Er is natuurlijk wel een ondergrens.'

Zingg: 'Het is echt een goede ontwikkeling dat fees dalen en de performance van investments stijgt. Bij actief management in fixed income spelen, zelfs als de fees laag zijn,

de tradingkosten een belangrijke rol. Het implementeren en traden van een actieve ETF is in feite te duur.'

Het gaat dus om de management fee en de tradingkosten.

Zingg: 'De vraag is: waar is met betrekking tot de prijs het omkeerpunt? Wanneer is het gunstig om in plaats van obligaties een obligatie-ETF te kopen? Er bestaat, als gezegd, een omkeerpunt voor treasuries, voor staatsobligaties. Beleggers zullen bieden, maar ik ben het er mee eens dat twintig basispunten te veel is voor een staatsobligatie-ETF.'

Kan een redelijk grote bank met zijn managing funds concurreren met deze kosten van twintig basispunten of zelfs minder?

Bouwman: 'Ja. Vergeet niet dat actieve fondsen de afgelopen jaren hun kosten hebben verlaagd en in sommige gevallen dicht in de buurt van ETF's komen. We zijn, vanwege onze omvang, in staat om voor onze klanten vaak betere condities te bedingen dan wanneer je rechtstreeks in het fonds van de manager zou beleggen.'

Verhagen: 'Ik denk dat Nederlandse beleggers een volwassen status in index investing hebben bereikt. Zij zijn zich bewust van de kostenbesparingen van passieve oplossingen in vergelijking met andere beleggingsvehikels. Men maakt niet alleen gebruik van ETF's, maar van alle indexproducten. Institutionele partijen richten hun portefeuilles in met indexoplossingen via mandaten en profiteren zo van nog lagere kosten.'

Zingg: 'Over het algemeen zullen de prijzen omlaaggaan. Daardoor ontstaat ook een betere liquiditeit, dus als je ernaar kijkt vanuit het totale kostenperspectief ben je beter uit dan met een oplossing op een manager platform of een exclusief fund platform.'

Bouwman: 'Dat zou impliceren dat wij allemaal dezelfde opvattingen hebben over wat een goede obligatie-benchmark is. Dat is niet zo. Voor aandelen is iedereen er wel uit dat de



Als je een soort mathematische regel zou moeten definiëren, is het dat de liquiditeit van de ETF uiteindelijk dezelfde zal zijn als die in de onderliggende markt.

juiste benchmark er een is met een breed universum. Voor obligaties maken we nog steeds onderscheid in allerlei categorieën en hebben de klanten vaak hun eigen opvattingen over wat voor hen de juiste benchmark is.'

Zingg: 'Het is vaak moeilijk om de prijzen verder te verlagen, want de fees voor het gebruik van de betreffende index zijn de grootste kostenpost van de ETF, in het bijzonder voor factorindices. Gemiddeld gaat achttien procent naar de zogenoemde plain indices. En ik begrijp niet goed wat zo moeilijk aan deze indices is, ze kunnen door iedereen berekend worden.'

Rozemuller: 'Er ligt veel te veel nadruk op de merknaam van de index en niet op hoe de index echt werkt, terwijl het daar toch allemaal om gaat. Wij gebruiken liever een index met een goede methodiek waar we volledig achter staan. Of dat wel of niet een bekende naam is, vinden we minder belangrijk. Maar dat vergt wel extra uitleg aan klanten, soms geldt nog steeds het oude gezegde: onbekend maakt onbemind.'

Zingg: 'Het is de vraag of je bij smart beta een index nodig hebt. Wij in ieder geval niet. Het grote voordeel van een niet op de index gebaseerde smart beta strategie is dat je kunt veranderen wanneer je maar wilt. Bij een smart beta ETF die wel op een index is gebaseerd, ben je gebonden aan de tijdstippen waarop geherbalanceerd wordt. Om een voorbeeld te geven: in het kader van de verkiezing van Trump zijn onze



portefeuilles nogal gewijzigd. Alle index-gebaseerde producten moesten wachten tot het volgende moment van herbalancering.'

Rozemuller: 'De termen passief en actief zullen verdwijnen, het gaat om rule based en non rule based. En de index business zal veranderen: merknamen zullen minder belangrijk worden, eerder vroeger dan later.'

Bouwman: 'De index fee binnen een ETF is een vergoeding voor het merkrecht van de desbetreffende index of indexprovider. Noem je die niet, of omschrijf je deze in de naam, dan wordt de juridische basis voor een vergoeding erg smal.'

Zingg: 'Hoewel de merknaam het duurste deel van de index is, betalen we niet alleen daarvoor. Indexproviders leveren echt meer dan alleen de naam.'

CONCLUSIE

Na de introductie van de eerste aandelen-ETF heeft het ongeveer vijftien jaar geduurd om via ETF's in fixed income te kunnen gaan beleggen. Inmiddels is er duidelijk meer vraag naar obligatie-ETF's ontstaan. Ruwweg bestaat nu zo'n vijftien tot twintig procent van de totale ETF-markt uit obligatie-ETF's, dus er is nog veel ruimte om dat uit te breiden. Inflatiegerelateerde oplossingen en producten die inspelen op een mogelijk stijgende rente zijn nu buitengewoon gewild. Floating Rate Note ETF's kunnen bijvoorbeeld nuttig zijn als hedge tegen renteverhogingen. Met de meeste obligatie-ETF's beleg je relatief veel in landen met de grootste schulden, dat voelt niet altijd

comfortabel. Alternatieven zoals smart beta producten zijn echter vaak relatief duur en hebben nog geen lange historie. Uit onderzoek naar smart beta fixed income blijkt dat data op dat gebied gebrekkig beschikbaar zijn. Er bestaat nauwelijks vraag naar wereldwijde obligatie-ETF's, wat door de theorie ondersteund wordt die suggereert dat de renteversillen tussen landen een manifestatie zijn van valutaverwachtingen. De inkomstenpool van ETF's is aanzienlijk gegroeid en er bestaat nog steeds ruimte om de total expense ratio's te verlagen. Dat is goed voor de aanbieders van ETF's, maar nog beter voor de gebruikers.