

Meeliften met de index

22 november 2008 | Het Financieele Dagblad | Door: Citters, E. van

Wat is nu het beste: beleggen via een actief beheerd beleggingsfonds of via een index, het zogeheten passieve beleggen? Een eenduidig antwoord valt niet te geven. Beide varianten hebben hun specifieke voor- en nadelen.

In het huidige beursklimaat zien beleggingsfondsen maar vooral ook hedgefondsen veel geld wegstromen. Uit een recent onderzoek van Barclays blijkt dat ondanks de dramatische koersdalingen het totaal belegde vermogen in indexfondsen nog maar weinig is afgenomen. Als markten het moeilijk hebben, kan indexbeleggen altijd op meer belangstelling rekenen. De aandacht verschuift van actief beheerde fondsen naar indexfondsen, omdat deze niet alleen een efficiëntere en goedkopere manier van beleggen zijn maar ook omdat beleggers kritischer worden ten aanzien van de prestaties van actief beheerde beleggingsfondsen.

Terwijl in de huidige malaise sommige beleggers de waardeontwikkeling van hun portefeuille niet meer volgen, zoeken anderen juist naar een goed moment om te profiteren van een mogelijke opleving. De vraag die zich hierbij aandient, is of men passief of actief moet gaan beleggen.

Overzichtelijk

Bij passief beleggen wordt belegd in een index, bijvoorbeeld via een indexfonds of zogeheten trackers. Indexbeleggen is overzichtelijk en eenvoudig. Door het passieve beleggingsbeleid hebben indexfondsen geen fondsbeheerders en beleggingsanalisten nodig, er hoeven immers geen beleggingskeuzes te worden gemaakt, waardoor de kosten laag blijven. Tevens biedt een indexfonds de mogelijkheden om voor een bepaalde regio of een specifieke sector te kiezen en is er exact bekend wat voor een mandje met aandelen je koopt. Wanneer u tijdelijk in bijvoorbeeld Brazilië of de sector grondstoffen wilt beleggen, kan hierop met trackers of indexfondsen eenvoudig en snel worden ingespeeld. Actieve beleggers daarentegen wijken juist af van een index en proberen hiermee een hoger rendement te behalen dan die index (de benchmark). Onderzoeken tonen echter aan dat maar een beperkt aantal beleggers (circa 20%) hier op lange termijn in slaagt.

Weinig ambitie

Toch pleit niet alles ervoor om altijd via een index te beleggen. Zo geeft de indexbelegger de ambitie en de kans op om beter te presteren dan het marktgemiddelde. Ook blijven indexbeleggers volledig belegd en lopen daarmee altijd het volle marktrisico, ook in een bearmarkt. Zij hebben weliswaar de zekerheid dat de performance niet afwijkt van die van de benchmark, maar staan dit jaar wel op enorme verliezen. Actieve beleggers kunnen in moeilijke marktomstandigheden trachten het risico van de portefeuille terug te brengen door tijdelijk meer liquide middelen aan te houden of een groter belang in defensieve aandelen te nemen. Niet alle (actieve) beleggingsfondsen hebben overigens de mogelijkheid om flexibel om te gaan met bijzondere marktomstandigheden. Zij mogen bijvoorbeeld maar een beperkt percentage aan liquiditeiten aanhouden of mogen niet te veel van hun benchmark afwijken. De toegevoegde waarde van deze fondsen ten opzichte van een index is om die reden dan doorgaans ook beperkt.

Een andere reden waarom indexbeleggen minder interessant kan zijn, is de wijze waarop indices worden samengesteld. Zo hebben aandelen die in een marktgewogen index worden opgenomen dat vaak aan eerdere koersstijgingen te danken. Indexbeleggers zitten daarmee per saldo voor een groot deel in bedrijven die het in de periode daarvoor al goed hebben gedaan. Prof. Jeremy Siegel onderzocht dit fenomeen op basis van de S&P 500-index in de periode 1957 tot 2003. Zijn onderzoek toont aan dat de belegger die de oorspronkelijke aandelen in deze index in 1957 had gekocht en had aangehouden daarmee een duidelijk hoger rendement had behaald en tegen een lager risico dan de index die jaarlijks werd aangepast. Daarnaast komt het vaak voor dat op het moment dat bekend gemaakt wordt dat een aandeel in een index wordt opgenomen, het aandeel tijdelijk sterk stijgt om terug te vallen zodra het daadwerkelijk in de index is opgenomen.

Ook door extreme situaties met aandelen die al deel uitmaken van een index kunnen ongewenste situaties ontstaan. Afgelopen maand moesten beleggers (veelal hedgefondsen) die op grote schaal hadden ingezet op een daling van Volkswagen door technische oorzaken halsoverkop aandelen kopen om hun short-posities terug te draaien, met als gevolg miljardenverliezen. Deze zogenaamde short squeeze zorgde ervoor dat het aandeel Volkswagen in twee dagen tijd bijna 300% in waarde steeg. Daarmee kwam het gewicht van Volkswagen in de Duitse beursgraadmeter op 27% en steeg de Duitse DAX-index op één dag met 10%, ondanks dat alle andere aandelen in deze index daalden. Indexfondsen, die de DAX als graadmeter gebruiken, moesten nu ook Volkswagen bijkopen en andere aandelen verkopen, waarmee het probleem verergerde. De door het Volkswagenconcern gebruikte marketingslogan 'Vorsprung durch Technik' kreeg hierdoor tijdelijk een wel heel bijzondere betekenis. Inmiddels heeft een aantal indices waarin Volkswagen is opgenomen aangegeven hun belang toch te beperken gezien het beperkte aantal verhandelbare aandelen.

In de AEX zijn de aandelen Royal Dutch, ArcelorMittal en ING tezamen goed voor 45% van de index (samenstelling per september). De AEX doet het dit jaar met een koersverlies van circa 50% een stuk slechter dan andere Europese beurzen. De scheve samenstelling van een index en/of technische factoren dwingen de belegger goed na te denken over de keuze van een specifieke index.

Moeilijk te vinden

Heeft het zin om op zoek te gaan naar actieve beleggingsfondsen nu slechts een beperkt percentage van deze beleggers een consistent bovengemiddeld resultaat behaalt? Deze beleggingsfondsen zijn, zeker in efficiënte markten, niet eenvoudig te vinden. Maar ook als de beleggingsfondsen worden uitgesloten die statistisch gezien puur op basis van geluk outperformance behalen, bestaat er een flink aantal fondsen dat wel het verschil maakt. Het is aan te bevelen om te kijken naar die fondsen die het ten minste op een termijn van 5 tot 10 jaar of zelfs nog langer goed hebben gedaan. Hiermee verkleint men de kans dat de fondsmanager slechts kortstondig of eenmalig heeft geprofiteerd van bijvoorbeeld een gelukkig gekozen hype.

Veel beleggingsfondsen volgen in grote lijnen eenzelfde beleid. Er wordt vaak belegd in meer dan 100 aandelen, er gelden vooraf opgestelde beperkingen en al met al zal (of wil) men in de praktijk niet te veel afwijken van de index. Een duidelijk grotere kans om de index consistent te verslaan, hebben de meer atypische fondsmanagers. Deze kenmerken zich veelal door een duidelijke focus en een geconcentreerde portefeuille. Zij trekken zich niets aan van een index en kunnen met een vrij en flexibel beleggingsbeleid of met een specifiek specialisme werkelijk waarde toevoegen. In de minder efficiënte markten (zoals opkomende markten, small caps, hedgefondsen en private equity) zal het effect van de succesvolle actieve beleggers nog groter zijn.

Afhankelijk van de omstandigheden zal een belegger steeds moeten onderzoeken of en in welke mate goede actieve beleggingen beschikbaar zijn. Zijn die er aantoonbaar niet of heeft men niet de behoefte noch de kennis deze te vinden, dan is er geen aanleiding om voor actief beleggen te kiezen.

Ondergeschikt belang

Het is genoegzaam bekend dat de allocatie over aandelen, obligaties en liquide middelen voor het grootste deel het uiteindelijke rendement bepaalt. De afweging om actief dan wel passief te beleggen is bij een toekomstig sterk herstel van de markt van minder belang. Wie dan snel een gespreide portefeuille wil opbouwen om tijdelijk te profiteren van een stijging van de markt, kan beter een indextracker kopen in plaats van zich druk te maken om het extra rendement dat een goede fondsmanager op langere termijn zou kunnen behalen. Als de markten in rustiger vaarwater komen, wordt de keuze om passief dan wel actief te gaan beleggen weer belangrijker.

Edzard van Citters is partner bij Philipse & Co, onafhankelijke vermogensbeheerders te Amsterdam.