

MET DE INDEX ALTIJD IN DE KOPGROEP

Voor professionele beleggers is er weinig eer te behalen aan indexbeleggen. Toch is het de beste manier om zekere rendementen te behalen. En tegen geringe kosten.



GETTY IMAGES

De meeste Nederlandse beleggingsfondsen worden 'actief' beheerd, zoals dat heet. De fondsbeheerders kopen en verkopen continu aandelen, obligaties of andere effecten, waarbij zij hun koop- en verkoopbeslissingen baseren op hun verwachtingen voor de (nabije) toekomst. Klopt hun visie, dan lopen ze binnen.

Tot zover de theorie. Maar de praktijk is weerbarstiger. Het blijkt namelijk vrij lastig om actief beleggend de index te verslaan zonder tegelijk het risico te vergroten. Sterker nog, hoe actiever het beleggingsbeleid van het fonds, hoe duurder het fonds wordt. En het is nog maar de vraag of de kosten worden terugverdiend.

Indexfondsen

In de Verenigde Staten beleggen institutionele en particuliere beleggers al jaren massaal in indexfondsen, tot ieders volle tevredenheid. Ongeveer één derde van het vermogen dat momenteel in Amerikaanse beleggingsfondsen wordt gestoken, gaat naar indexfondsen. En met reden. Indexfondsen behalen een hoger rendement dan de overgrote meerderheid van de actief beheerde beleggingsfondsen en andere vormen van actief vermogensbeheer. Dat komt door twee dingen: de beurskoersen zijn niet te voorspellen en de kosten van indexfondsen zijn veel lager.

Voorspellen

Er zijn twee economische theorieën die verklaren waarom de beurskoersen niet te voorspellen zijn. De ene stelt dat beurskoersen niet volgens herkenbare patronen bewegen. Volgens deze zogenaamde 'random walk'-

theorie kunnen historische koersontwikkelingen niet worden gebruikt om toekomstige koersontwikkelingen te voorspellen. Met andere woorden: resultaten uit het verleden bieden geen enkele garantie voor de toekomst.

De andere theorie stelt dat markten efficiënt zijn, en dat alle beschikbare informatie altijd in de effectenkoersen is verwerkt. Het is dus ook niet mogelijk om met bepaalde informatie of analyses een beter dan gemiddeld rendement te behalen.

Met name deze laatste theorie heeft verstrekkende gevolgen. Als financiële markten efficiënt zijn en de koersen van effecten altijd alle beschikbare informatie weerspiegelen, dan is het kopen en verkopen van effecten in een poging de markt te verslaan een nutteloze bezigheid. Met actief beleggen de markt verslaan wordt dan een kwestie van geluk, niet van wijsheid.

Al is het natuurlijk maar een theorie, feit is dat veel financiële markten behoorlijk efficiënt zijn. Toch neemt men op de financiële markten ook wel ontwikkelingen waar die met deze theorie in tegenspraak lijken. Daar profiteren sommige fondsmanagers van, zoals George Soros die met zijn hedgefonds miljarden verdiende. Die discussie is dus nog lang niet gesloten.

Munt

In de praktijk worden de beurskoersen bepaald door vraag en aanbod van miljoenen mensen over de hele wereld die — om vele uiteenlopende redenen — vele miljoenen beurstransacties uitvoeren. Die miljoenen mensen baseren hun beslissingen op hun verwachtingen voor de toekomstige ontwik-

keling van een heel scala aan financiële, economische, technologische, sociale, politieke en psychologische factoren.

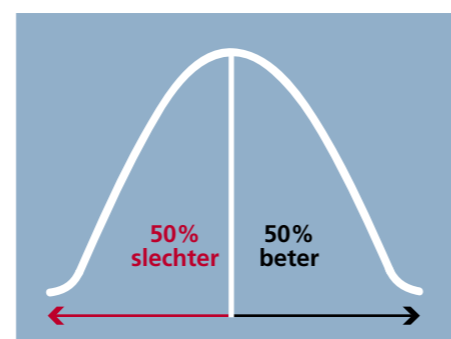
De wereld is te complex en te onzeker om de uitkomst van al deze beleggingsbeslissingen met enige mate van zekerheid te kunnen voorspellen. Het is dan ook niet meer dan logisch dat in de praktijk zelfs de grootste deskundigen niet in staat zijn de toekomstige ontwikkeling van beurzen en individuele beurskoersen consistent juist te voorspellen. Zoals blijkt uit onderzoeken naar de voor- spelkracht van uitspraken van analisten, beleggingsstrategen, professionele vermogensbeheerders, enzovoorts.

Veelzeggend daarbij is ook dat menig professionele belegger zelf aangeeft al blij te zijn als in 55 of 60 procent van de gevallen de juiste beslissing wordt genomen. Voeg daarbij het feit dat professionele beleggers (net als andere actieve beleggers) hun eigen kunnen soms plegen te overschatten, dan is aannemelijk dat het uiteindelijke aantal goede beslissingen eerder in de buurt van de 50 procent komt. Waarmee het opgooien van een munt voor het nemen van zulke beleggingsbeslissingen haast net zo effectief wordt.

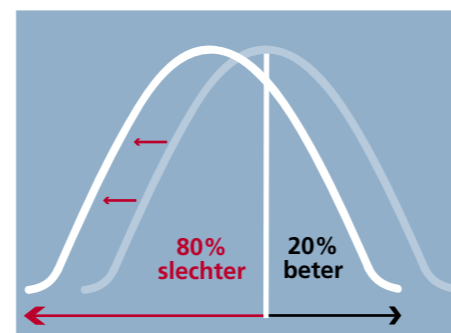
Bell-curve

Statistisch gezien maakt 50 procent van de beleggers een beter brutorendement (vóór kosten) dan de index, en 50 procent een slechter rendement. Het gemiddelde resultaat van al die beleggers samen vormt de index. De

bell-curve — wie naar de vorm kijkt, snapt waarom die zo heet — laat dat zien:



Komen er kosten bij, dan verschuift de curve naar links en daalt het aantal beleggers dat het beter doet dan de index aanzienlijk:



Hoe actiever de belegger, des te hoger de kosten worden, en des te moeilijker het wordt om de index te verslaan. In de praktijk blijkt 80 procent van de actieve beleggers daar niet toe in staat. Anders gezegd: vóór kosten presteren actieve en passieve beleggers gemiddeld even goed, na kosten presteren passieve beleggers per definitie beter door de lagere kosten.

William Sharpe, grondlegger van de moderne beleggingstheorie en winnaar van de Nobelprijs voor de economie in 1990, formuleerde het ooit als volgt: "Omdat actieve en passieve resultaten gelijk zijn vóór kosten, en omdat actieve [fonds]managers meer kosten, moet het resultaat na kosten van actief management geringer zijn dan het resultaat van passief management." Hoe hoger de kosten, des te verder de bell-curve naar links verschuift.

Kosten

Beleggingsfondsen rekenen globaal twee soorten kosten, de éénmalige en de doorlopende kosten. Éénmalige kosten zijn de kos-

ten die worden betaald bij het doen van een transactie. Dat zijn de aan- en verkoopprovisie en de zogenoemde 'spread'. Die spread is een op- of afslag op de intrinsieke (werkelijke) waarde van een beleggingsfonds, en is in de koers verwerkt. De doorlopende kosten zijn de jaarlijks terugkerende kosten die binnen het beleggingsfonds in rekening worden gebracht, zoals de beheervergoeding, allerlei operationele kosten (voor administratie, de accountant, het toezicht, de beursnotering, effectenbewaring, enzovoorts) en de transactiekosten die het fonds zelf maakt bij het kopen en verkopen van de effecten. Helaas zijn de doorlopende kosten meestal niet zo transparant.

De doorlopende kosten komen ten laste van het rendement, en omdat ze elk jaar opnieuw moeten worden betaald zijn ze van veel groter belang voor het rendement dan de éénmalige kosten. Zelfs ogenschijnlijk kleine kostenverschillen hebben grote gevolgen voor het rendement. Nu de kosten van beleggingsfondsen explosief stijgen, wordt dat effect alleen maar groter. Onlangs nog verhoogden ABN Amro en ING de kosten van hun fondsen. En wist u dat de beheervergoeding van Robeco, het grootste Nederlandse beleggingsfonds, tussen begin 1999 en eind 2004 steeg van 0,25 procent naar 1 procent? Dat is een verviervoudiging binnen zes jaar! Indexfondsen hebben vanwege hun passieve beleggingsbeleid geen dure fondsbeheerders en beleggingsanalisten nodig en voeren weinig transacties uit. Hierdoor hebben ze veel lagere beheer- en transactiekosten dan actief beheerde beleggingsfondsen. De totale kosten van indexfondsen zijn ongeveer een kwart van een gemiddeld, actief beheerd beleggingsfonds (0,5 procent tegen 2 procent).

Voorbeeld

U belegt € 100.000 in een aandelenfonds met een brutorendement (vóór kosten) van 8%. Is dit een actief beheerd aandelenfonds met doorlopende kosten van bijvoorbeeld 2%, dan bent u jaarlijks een kwart van uw rendement kwijt aan kosten en is uw belegging na 25 jaar opgelopen tot € 429.187. Belegt u daarentegen in een aandelenindexfonds met jaarlijkse kosten van 0,5%, dan is uw belegging na 25 jaar aangegroeid tot € 609.834. En dat is een verschil van meer dan

WAT DOET WAT?

De onderstaande tabellen laten de (gemiddelde) rendementen (in procenten) zien van tien actief beheerde beleggingsfondsen voor de categorieën wereldwijde en Europese aandelen (na kosten) tot eind 2005, afgezet tegen de relevante MSCI-index over dezelfde periode. De kleuren geven aan of het actief beheerde fonds het beter (groen) of slechter (rood) heeft gedaan dan de index. Het aan de index gerelateerde Meesman-fonds berekent 0,5% kosten en loopt geheel met de index mee.

	'01	'02	'03	'04	'05	3 jr	5 jr
MSCI World Index Free (ND)	-12,3	-32,0	10,7	6,5	26,2	14,2	-2,4
Meesman Global Stock Index Fund	-13,0	-32,5	10,5	6,0	25,8	13,8	-2,9
ABN Amro Global Fund	-20,4	-37,3	2,4	2,5	25,3	9,6	-8,1
ASN Aandelenfonds	-15,9	-38,5	10,8	5,7	18,4	11,5	-6,4
Delta Lloyd Investment Fund	-17,7	-37,6	9,0	-0,1	22,9	10,2	-7,2
Fortis OBAM	-14,5	-33,7	17,5	5,7	38,8	19,9	-0,5
Friesland Bank Aandelenfonds	-21,9	-37,0	8,6	2,1	24,1	11,3	-7,1
ING Global Fund	-13,5	-34,2	8,0	4,9	26,4	12,2	-4,7
Postbank Aandelenfonds	-15,2	-34,8	8,9	3,7	25,0	12,2	-4,8
Robeco	-17,5	-34,8	1,4	5,0	28,6	11,0	-5,9
SNS Wereld Aandelenfonds	-17,2	-31,7	6,9	4,3	24,0	11,4	-4,8
Van Lanschot Global Equity Fund	-22,8	-36,8	7,7	2,0	26,3	11,5	-7,5

	'01	'02	'03	'04	'05	3 jr	5 jr
MSCI Europe Index (ND)	-15,5	-30,7	15,3	12,2	26,1	17,7	-0,9
Meesman European Stock Index F.	-16,5	-30,5	14,8	11,8	25,7	17,3	-1,3
ABN Amro Trans Europe Fund	-23,6	-41,0	14,7	1,0	29,9	14,6	-7,5
Delta Lloyd Europa Fonds	-17,9	-35,2	15,9	7,7	20,5	14,6	-4,4
Fortis Europa Fonds	-16,9	-31,8	18,2	7,8	24,3	16,6	-2,1
Holland Europe Fund	-19,3	-35,6	11,3	9,3	26,8	15,5	-4,3
ING Europe Fund	-16,6	-32,8	14,3	10,4	24,6	16,3	-2,5
Optimix Europe Fund	-33,3	-39,7	35,1	13,2	19,2	22,2	-6,0
Postbank Euro Aandelenfonds	-17,3	-32,9	15,5	11,4	23,0	16,5	-2,6
Robeco European Equities	-19,7	-29,6	11,0	5,8	26,6	14,1	-3,4
SNS Euro Aandelenfonds	-21,3	-31,2	10,8	7,6	22,2	13,4	-4,6
Van Lanschot European Equity F.	-22,0	-32,4	11,5	7,5	23,2	13,9	-4,9

KOP OF MUNT?

Beleggingsfondsen die goed presteren, weten die lijn maar zelden vast te houden. Een Amerikaans onderzoek (The fortune seller. The big business of buying and selling predictions van William Sherden) liet zien dat over een periode van één jaar de helft van een groep beleggingsfondsen een beter rendement behaalt, en de andere helft een slechter rendement dan het gemiddelde van de groep. Het percentage fondsen dat twee jaar achtereenvolgens bovengemiddeld presteert, is 27%. Voor 3, 4 en 5 jaar bedragen de percentages respectievelijk 14%, 4% en 3%. Het is opvallend dat deze percentages vrijwel overeen komen met de percentages voor het goed gokken van kop of munt. De kans dat u de eerste keer goed gokt is 50%. De kans dat u dit een tweede keer lukt is 25%. De kans op drie keer achter elkaar goed is 12,5%, die op vier keer 6,25% en die op vijf keer 3,13%.



.15	DSMN	40.33	-0.08	DCX	32.16	-0.15	TOTF	133.80	-0.70	DBK	57.21	-0.38	DAMO
	EURSTX50	-12.00↑	-0.46↑		2612.00		DJI	-18.00↑	-0.18↑		9820.83		
	AEX	-0.26↓	-0.08↓		335.74		S&P Fut	-5.20↓	-0.49↓		1048.30		
	S&P Fut	-5.20↓	-0.49↓		1048.30		NAS Fut	-6.50↑	-0.45↑		1435.00		
	CAC40 CA	-5.68↓	-0.17↓		3387.57		US Bonds	0.06	0.38		108.22		
	DAX DA	-8.76↓	-0.24↓		3708.94		G-BUND	-0.39↓	-0.35↓		112.03		
	DAXf DA	-22.50↑	-0.60↑		3720.50		SSMI	-18.50	-0.36↓		5184.70		
	FTSEf	-1.00↑	-0.02↑		4304.00		BRENT	28.46↑					
11:39	CORRECTED - UK MONEY MKTS WELL-POSITIONED FOR BOE RATE HIKE											EUR= 1.1448↑↓	
11:39	S&P:PHILIPS: LEHMAN TWEAKS UP TARGET TO EUR 28											GBP= 1.6725↑↓	
11:39	ARISEM TO BECOME PART OF EMERGO GROUP											JPY= 109.93↓	

WAT KOST DAT?

Bij elkaar opgeteld bedragen de doorlopende kosten al gauw 2% per jaar voor een actief beheerd aandelenfonds en 1,25% per jaar voor een actief beheerd obligatiefonds. In het in 2004 opgestelde rapport 'Zicht op beleggingsinstellingen' (te vinden op www.afm.nl) vatte de Autoriteit Financiële Markten de kosten van actief beheerde beleggingsfondsen als volgt samen:

EENMALIGE KOSTEN	
aan- en verkoopkosten	0,3% - 0,5%
spread (op- of afslag)	1% - 4%
totaal	1,3% - 4,5%
DOORLOPENDE KOSTEN	
beheervergoeding	0,5% - 3%
performance fee	0,025% - 3%
bewaarloon	0% - 0,5%
overige kosten	0,02% - 0,5%
transactiekosten	0,3% - 1%
totaal	1,3% - 8%

De totale doorlopende kosten van een aandelenindexfonds bedragen veelal niet meer dan 0,5% per jaar en bij een obligatie-indexfonds niet meer dan 0,3% op jaarbasis. Een actief beheerd beleggingsfonds kost dus gemiddeld vier keer zoveel als een indexfonds. Dit kostenverschil is cruciaal: kosten zijn immers van doorslaggevend belang voor het uiteindelijke rendement.

€ 180.000! Het grote verschil in eindkapitaal komt door het rente-op-rente effect, waardoor zelfs kleine kostenverschillen tot grote verschillen in opbrengsten leiden.

Kostenoverwegingen zouden dus een belangrijke plaats moeten innemen bij uw beleggingskeuze. Omdat ze de enige zekere factor vormen, zouden ze zelfs de doorslag moeten geven.

Geluk of wijsheid?

Hoewel de overgrote meerderheid van de actief beheerde fondsen niet in staat is de index te verslaan, zijn er altijd een paar die wel slagen voor hun beleggingsexamen. Is het dan niet beter om in die fondsen te beleggen dan in een indexfonds? Natuurlijk wel. Helaas is het lastig, zo niet onmogelijk, om van tevoren deze fondsen eruit te lichten.

Achteraf vaststellen welke fondsen de index hebben verslagen is uiteraard eenvoudig. Een blik op www.morningstar.nl volstaat. Maar hoe stel je vervolgens vast of de goede beleggingsresultaten voortvloeien uit geluk of wijsheid? Op basis van simpele kansbereke-

ning valt te verwachten dat enkelen fondsmanagers in staat zijn de index te verslaan, en sommigen zelfs een paar jaar achter elkaar (zie het kader 'Kop of munt?').

Dat geluk een grotere rol speelt dan wijsheid blijkt onder andere uit het feit dat vrijwel geen enkel actief beheerd beleggingsfonds consistent goed weet te presteren. Het ene jaar doet fonds A het prima, het volgende jaar fonds B, het jaar erna fonds C. Als het een kwestie van wijsheid zou zijn, dan zou je verwachten dat er fondsen zijn die er consistent — dus jaar in, jaar uit — bovenuit springen door de index te verslaan. Maar die zijn er niet. Althans, er zijn er niet méér dan je op basis van kansberekeningen mag verwachten. Het blijkt dus in de praktijk onmogelijk om met enige mate van zekerheid te voorspellen welke fondsen in de toekomst de index zullen verslaan. Het verleden biedt ook geen aanknopingspunten. Beleggingsfondsen die in het verleden goede rendementen hebben behaald, wisten dit zelden of nooit op lange termijn vast te houden. Vrijwel altijd worden periodes van goede rendementen opgevolgd door periodes van slechte rendementen. Van een indexbelegging weet u één ding ze-

ker: u zult de index nooit verslaan, maar u zit altijd in de kopgroep. En dus luidt ons devies 'If you can't beat 'em, join 'em'. Die indices wel te verstaan.

CONCLUSIE

Vreemd genoeg zijn de lage kosten de belangrijkste reden dat indexbeleggen bij ons (nog) niet populair is. Er valt voor de aanbieder namelijk weinig mee te verdienen, dus wordt er in de regel door banken weinig moeite gedaan om er klanten voor te winnen. Ten onrechte. Indexfondsen presteren beter dan de overgrote meerderheid van de actief beheerde fondsen en andere vormen van actief vermogensbeheer. En juist door de lage kosten levert indexbeleggen uiteindelijk meer op dan de meeste vormen van actief beleggen (zie ook het kader 'Wat doet wat').

G.H. Meesman is directeur van Meesman Index Investments (www.meesman.nl)