

ETF'S EN PASSIEF BELEGGEN: TWEE GELOVEN OP EEN KUSSEN?



J. Wintermans is de auteur van 'De Schitterende Eenvoud van Indexbeleggen' en directeur van Meesman Index Investments.

Het debat tussen voor- en tegenstanders van passief beleggen in Nederland komt op stoom. Dit is een goede ontwikkeling. In Amerika beheerst dit onderwerp al zeker twintig jaar de gesprekken in financiële kringen. In Nederland bleef het lang stil. De Nederlandse financiële pers volgt vermogensbeheerders weinig kritisch. De media staan vol over de lancering van nieuwe fondsen, komende en gaande fondsbeheerders en feestelijk uitgereikte prijzen maar over de ondermaatse prestaties van de industrietak als geheel is de pers opvallend zwijzaam. In Amerika is het vooral de journalistiek geweest (Wall Street Journal) die de brug heeft geslagen tussen wetenschap en beleggers. Met als gevolg dat meer dan honderd miljoen Amerikanen passieve fondsen in (een deel van) hun portefeuille hebben opgenomen.

Beleggingsexperts houden wijselijk hun mond over dit onderwerp. Hun falen als beroepsgroep is een 'unconvenient truth' die ze liever niet aan de grote klok hangen. Bovendien beschouwen ze passief beleggen als een affront voor hun intelligentie. Hun werkgevers hebben veel te verliezen in een publiek debat. De distributie van beleggingsfondsen in Nederland wordt gedomineerd door enkele grote financiële instellingen en voor hen is vermogensbeheer een kip met gouden eieren. De groeiende populariteit van passief beleggen kan het matje onder de winstgevendheid van deze lucratieve activiteit wegtrekken.

Intussen doet de markt zijn werk. Meesman Index Investments bracht vijf jaar geleden als eerste gespecialiseerde aanbieder een aantal indexfondsen voor particulieren op de Nederlandse markt. Brand New Day deed de verzekeringsmarkt onlangs op zijn grondvesten schudden met een agressieve marketingcampagne voor goedkope verzekeringsproducten op basis van indexfondsen. Zelfs Aegon – in het verleden niet de meest klantvriendelijke en transparante financiële instelling – wil zich nu positioneren als 'eerlijke' aanbieder van indexfondsen. Ook het succes van ETF's wakert het debat over passief versus actief aan.

ETF's zijn passief beheerde, beursgenoteerde beleggingsfondsen. Ze worden ook wel trackers genoemd. Ze lijken veel op klassieke passief beheerde beleggingsfondsen die niet beursgenoteerd zijn. De beursnotering is het kenmerkende verschil tussen de recente ETF's en de klassieke indexfondsen. Die beursnotering resulteert in kleine, praktische verschillen in de eigenschappen van het product en grote,

meer principiële verschillen in het gebruik en de toepassing ervan. We zullen beide aspecten de revue laten passeren. Voor het gemak hanteren we in dit artikel de termen ETF of tracker voor beursgenoteerde indexfondsen en gewoon 'indexfondsen' voor klassieke, niet-beursgenoteerde indexfondsen.

Dit artikel bestaat uit drie hoofdmoten.

1. Wat is passief beleggen in vergelijking met actief beleggen.
2. Wat zijn de productverschillen tussen ETF's en indexfondsen.
3. Wat zijn de verschillen in het gebruik van ETF's en indexfondsen.

PASSIEF BELEGGEN IN VERGELIJKING MET ACTIEF BELEGGEN

Passief beleggen en actief beleggen zijn de twee basisstrategieën van beleggen. De manier van beleggen is zo verschillend dat je er niet omheen kunt om, alvorens je daadwerkelijk gaat beleggen, bewust een keuze te maken om of passief of actief te beleggen. De eenmaal gemaakte keuze moet je vervolgens consequent uitvoeren, want hinken op twee gedachten is met name bij passief beleggen funest. Wel kan een belegger besluiten zijn portefeuille te verdelen in een passief en een actief te beheren gedeelte, de zogenoemde *core-satellite*-strategie.

Passief beleggen

Passief beleggen is het beste te beschrijven als een 'buy & hold'-strategie. In het spraakgebruik worden indexbeleggen en passief beleggen door elkaar gebruikt. Indexbeleggen is beleggen in een pakket aandelen of obligaties dat gelijk is aan of representatief is voor de samenstelling van een index. Een index is een groep effecten, zo samengesteld dat hij een graadmeter is van het gemiddelde koersverloop op een bepaalde beurs of financiële markt. Met indexbeleggen of passief beleggen bedoelen we in dit artikel *passief beleggen in een breed gespreide index*. Het doel van passief beleggen is om tegen lage kosten een markt op de voet te volgen.

Actief beleggen

Actief beleggen is proberen de markt te verslaan door kansrijke effecten te selecteren ('*stock picking*') en/of op de juiste momenten in en uit te stappen ('*market timing*'). Een actieve belegger is succesvol als hij een meer-dan-gemiddeld resultaat behaalt. Als de index in een jaar bijvoorbeeld 8% stijgt, wil hij, na kosten, een rendement van 9% of meer scoren. Daalt de markt 10%, dan is een actieve belegger succesvol (maar waarschijnlijk niet tevreden) als hij een kleiner verlies boekt dan 10% na kosten.

Tijdsbesteding

Actieve beleggers besteden doorgaans veel tijd aan beleggen. Ze volgen het nieuws op de voet om bij winstwaarschuwingen of renteontwikkelingen onmiddellijk in actie te kunnen komen. Ze zijn voortdurend alert en op zoek naar effecten met goede vooruitzichten. Ze kopen effecten die aantrekkelijk lijken en verkopen die weer zodra ze denken dat de kansen zullen keren.

Een passieve belegger hoeft zich slechts eenmalig te verdiepen in de kunst van het beleggen. De opgedane kennis is genoeg voor een levenlang beleggen. Hij past deze kennis toe bij de inrichting van zijn portefeuille en houdt zich daarna nauwelijks met beleggen bezig. Afgezien van het jaarlijks herbalanceren, kan hij zijn tijd aan andere dingen besteden. Hij hoeft niets te doen bij paniek op de beurs. Dit valt natuurlijk niet mee, want het kost veel zelfdiscipline om stoïcijns te blijven als de financiële markten sterk in beroering zijn.

Resultaten van passief en actief beleggen

Er is een overvloed aan wetenschappelijk onderzoek dat aantoont dat actief beleggen in verreweg de meeste gevallen niet loont. Passief beleggen levert gemiddeld meer op. Dat is vrij gemakkelijk aan te tonen door de prestaties van actief beheerde beleggingsfondsen te leggen naast die van indexfondsen. Dan blijkt dat het overgrote deel van de fondsmanagers hun belofte om een meer-dan-gemiddeld rendement te realiseren niet kan waarmaken. In plaats van de markt te verslaan blijven deze experts meestal achter op de markt, bij aandelenfondsen gemiddeld ongeveer 2% per jaar. Dit soort onderzoek is keer op keer herhaald. Bij obligaties en aandelen, op korte en lange termijn, in ontwikkelde en opkomende markten, bij verschillende stijlen zoals groei- en waarde beleggen, bij beleggen in grote en kleine bedrijven, steeds zijn de uitkomsten vergelijkbaar: passief

beleggen levert in verreweg de meeste gevallen een hoger rendement op.

Waarom wint passief beleggen?

De meest voor de hand liggende verklaring voor het relatieve succes van passief beleggen is dat beurskoersen niet of nauwelijks te voorspellen zijn. Wetenschappers hebben de efficiënte-markttheorie opgesteld om dit te bewijzen. Het debat of de efficiënte-markttheorie wetenschappelijk juist is of niet houdt de gemoederen, zeker na de kredietcrisis, flink bezig. De efficiënte-markttheorie is een heel verdienstelijke en elegante verklaring, maar niet het waterdichte en overtuigende bewijs dat beurskoersen niet te voorspellen zijn. Welbeschouwd is de juistheid van de theorie niet zo belangrijk voor beleggers. Als in de praktijk blijkt dat de overgrote meerderheid van actieve beleggers in een bepaalde markt minder-dan-gemiddeld presteert, kunnen geleerden er over twisten of die markten efficiënt zijn of niet, maar het is in dat geval evident dat het weinig zin heeft in die markten actief te beleggen. De uiteindelijke *proof of the pudding* wordt geleverd door praktijkonderzoek, niet door wetenschappelijke theorieën en dat praktijkonderzoek is tot vervelens toe herhaald, met keer op keer vergelijkbare resultaten.

Voor de meeste leken spreekt het bewijs uit het ongerijmde meer aan. Als beurskoersen wél min of meer te voorspellen zijn, zou het vaker voorkomen dat kundige beleggers de markt verslaan. Je zou bijvoorbeeld verwachten dat de experts van Robeco, RABO, ING, Van Lanschot of ABN Amro een bovengemiddeld resultaat halen op de beurs. Maar dat is niet het geval. Het komt vrijwel niet voor dat professionele beleggers de markt structureel verslaan. Ook de verhalen van vrienden of kennissen op verjaardagspartijen over hun successen op de beurs, kunt u het beste met een flinke korrel zout nemen. Uit onderzoek blijkt dat particuliere beleggers het nog beroerder doen dan professionals, waarschijnlijk omdat bij hen emotie een grotere rol speelt.

Beleggen is een zero-sum game d.w.z. er zijn per definitie evenveel winnaars als verliezers, *ten opzichte van het marktgemiddelde*. Collectief moet het rendement van alle beleggers hetzelfde zijn als het marktrendement. Immers, alle beleggers samen zijn de markt. Beleggers kunnen niet collectief een bovengemiddeld rendement halen. De winst van de ene belegger is per definitie het verlies van de andere belegger. Aangezien de index de maatstaf is voor het gemiddelde rendement van alle beleggers, betekent dit dat – vóór kosten – circa 50% van het belegde geld een beter rendement behaalt dan de index. De andere helft rendeert minder dan de index. Wanneer je vervolgens met kosten rekening houdt, *kan het niet anders* dan dat de meerderheid van de actieve beleggers een slechter rendement behaalt dan de indexbeleggers. De kosten van actief beleggen zijn immers hoger dan van indexbeleggen. Actief beleggen levert gemiddeld dus minder op dan indexbeleggen.

William Sharpe, winnaar van de Nobelprijs voor Economie in 1990, zei het zo: 'Omdat actieve en passieve rendementen vóór kosten gelijk zijn, en omdat actieve beleggers meer kosten maken, moet het zo zijn dat de resultaten van

actieve beleggers na kosten lager zijn dan de resultaten van passieve beleggers. (...) [H]et bewijs is beschamend eenvoudig en maakt alleen gebruik van de meest elementaire noties van eenvoudige rekenkunde.'

Als beurskoersen niet of nauwelijks te voorspellen zijn, heeft het weinig zin veel tijd en geld te besteden om beurskoersen te analyseren. Die investeringen in tijd en geld leveren in dat geval geen extra rendement op. Het is dan verstandiger de kosten van beleggen zo laag mogelijk te houden. Kortom, bij beleggen gaat het niet om de kunst van het voorspellen van beurskoersen (dat lukt toch niet) maar doodgewoon om lage kosten.

Een indexfonds: het ei van Columbus

Als beurskoersen niet te voorspellen zijn, geldt: hoe lager de kosten, hoe hoger het rendement. In de zoektocht naar goedkope beleggingsfondsen was de uitvinding van het indexfonds het ei van Columbus.

Indexfondsen proberen het beleggingsresultaat (rendement en risico) van een index zo nauwkeurig mogelijk te evenaren. Dat doen zij door te beleggen in alle, of een representatieve selectie van alle, effecten die in de index zijn opgenomen en die vervolgens voor lange termijn vast te houden. Omdat indexfondsen 'passief' de index volgen, hebben zij geen dure analisten en fondsbeheerders nodig en voeren zij veel minder kostbare transacties uit. Hierdoor zijn de kosten veel lager dan van actief beheerde beleggingsfondsen. Gemiddeld zijn de kosten van passief beheer drie tot vier keer lager dan van actief beheer. Vanwege de lage kosten (en omdat beurskoersen niet of nauwelijks te voorspellen zijn), blijven aandelenindexfondsen 'slechts' 0,5% per jaar achter op de markt en actief beheerde aandelenfondsen ongeveer 2% per jaar. Indexfondsen presteren dus gemiddeld 1,5% per jaar beter dan actief beheerde aandelenfondsen. Dit voordeel van 1,5% per jaar groeit in 25 jaar uit tot 40% meer opbrengst voor indexfondsen.

De 'case for indexing' is zelfs nog overtuigender voor obligatiefondsen, onder andere omdat beleggingskosten bij deze beleggingscategorie relatief een grotere rol spelen. Maar hij gaat ook op voor de vele categorieën die hierboven genoemd zijn zoals bijvoorbeeld opkomende markten, value investing en small caps, ondanks de ontkennde geluiden die daarover regelmatig klinken uit de kring van professionele fondsbeheerders.

De AFM is om

Het besef dat actief beleggen niet loont, begint nu ook door te dringen bij Nederlandse particuliere beleggers. De AFM haalde zich de woede van de financiële wereld op de hals toen zij eind 2009 opmerkte: 'Een advies om (voor een deel van de portefeuille) in een actief gemanaged fonds te stappen, moet zorgvuldig worden gemotiveerd. Een motivering als "de onderzoeksafdeling heeft de beste actieve fondsmanagers zorgvuldig geselecteerd" is onvoldoende, omdat het immers blijkt dat in slechts weinig gevallen de actief gemanagede fondsen het beter doen.'

Dit is een opmerkelijke uitspraak. Wat de AFM in wezen doet, is de bewijslast omkeren. Aanbieders van indexfond-

sen hoeven niet te bewijzen dat ze beter presteren. Dat is kennelijk een evidente zaak. De rollen worden omgekeerd. Actieve managers moeten voortaan hun toegevoegde waarde aantonen en dat zal knap lastig zijn. Het bewijs dat actief beleggen waarde toevoegt, is niet of nauwelijks te leveren. Deze uitspraak van de toezichthouder kan wel eens een ommekeer teweegbrengen in het vermogensbeheer in Nederland. Tenminste, als de AFM strikt toeziet op de naleving van deze uitspraak.

En de uitzonderingen dan?

Het feit dat de meeste, maar niet alle, actief beheerde beleggingsfondsen de index niet verslaan, betekent uiteraard dat er ook een kleine groep is (zo'n 20% bij aandelenfondsen, niet meer dan 10% bij obligatiefondsen) die de index wel verslaat. Is het dan niet beter om te beleggen in een actief beheerd fonds dat tot deze groep behoort? Zo op het eerste gezicht zou je zeggen van wel. Maar er doen zich twee vrijwel onoplosbare problemen voor.

Het eerste is dat we inmiddels weten dat het grootste deel van de fondsen dat de index verslaat dit niet doet op basis van kunde maar eenvoudigweg geluk blijkt te hebben. Veel winnaars van vandaag blijken de verliezers van morgen te zijn. De consistentie van goede beleggingsresultaten blijkt gering.

Het tweede probleem is dat het identificeren van de weinige fondsmanagers die de markt verslaan op basis van kunde vrijwel onmogelijk is. Zelfs professionele beleggers zoals pensioenfondsen met al hun deskundigen hebben de grootste moeite succesvolle actieve managers uit te kiezen. Voor particulieren is het al helemaal onbegonnen werk om het kaf van het koren te scheiden. Het blijkt voor gewone beleggers ondoenlijk om met voldoende zekerheid de winnaars van morgen te selecteren.

Samengevat

1. Verreweg de meeste professionele en particuliere beleggers verslaan de markt niet.
2. Van degenen die de markt verslaan, hebben verreweg de meesten geluk en een enkeling doet het op basis van kunde.
3. Professionele beleggers die op basis van kunde de markt verslaan, zijn nauwelijks vooraf te identificeren.

Om de bovengenoemde redenen is passief beleggen in de meeste gevallen succesvoller dan actief beleggen. Bringen ETF's hier verandering in? Is met passieve componenten zoals ETF's wel een succesvolle actieve beleggingsstrategie te realiseren? Hebben ETF's een extra positieve rol in passief beleggen?

DE PRODUCTVERSCHILLEN TUSSEN ETF'S EN INDEXFONDSEN

ETF's staan in een lange traditie van beleggingsfondsen die begon met de introductie van 'mutual funds' in Amerika bijna een eeuw geleden.

De opkomst van ETF's

In een ver verleden waren er alleen losse effecten te krijgen op de beurs. Beleggingsfondsen komen pas echt in zwang in de loop van de vorige eeuw. Ze waren destijds een geweldige innovatie. Beleggingsfondsen stellen particuliere beleggers in staat om een klein bedrag breed te spreiden en mee te liften op de expertise van een professionele fondsbeheerder. Maar midden jaren zestig werd de ballon doorgeprikt. Michael Jensen publiceerde in 1965 als eerste een onderzoek waarin de resultaten van beleggingsfondsen vergeleken werden met de beursindex. Hierin toonde hij aan dat professionele beleggers de markt niet verslaan. Jensen liet zien dat beleggers die passief een breed gespreide portefeuille aanhielden, vergelijkbaar met een index, over de periode 1945 tot 1964 een 15% hogere winst hadden gehaald dan beleggers in actief beheerde beleggingsfondsen. De studie sloeg in als een bom.

Als reactie daarop lanceerde John Bogle, de oprichter van de Amerikaanse vermogensbeheerder Vanguard, in 1976 het eerste indexfonds voor particulieren. Deze eerste indexfondsen waren niet op de beurs genoteerd. Amerikanen konden het fonds dat de Amerikaanse S&P 500 imiteerde rechtstreeks bij Vanguard kopen. Na een aarzelende start groeide dit fonds eind vorige eeuw uit tot het grootste beleggingsfonds ter wereld. Enkele jaren daarvoor diende de volgende innovatie zich al aan. In 1992 werden in Amerika de eerste ETF's geïntroduceerd. Acht jaar later, in 2000, volgde de lancering van de eerste ETF in Europa, een tracker op de DJ Euro Stoxx 50-index die toegang biedt tot vijftig toonaangevende bedrijven in het eurogebied. Nu, tien jaar later, zijn ETF's niet meer weg te denken uit de wereld van vermogensbeheer. Het assortiment is uitgedijd tot meer dan tweeduizend varianten die door meer dan honderd verschillende aanbieders op de markt worden gebracht. Het beheerd vermogen is fenomenaal: ongeveer een biljoen euro. De wereld van passief beleggen staat, dankzij ETF's, plotseling in het brandpunt van de belangstelling.

ETF's versus indexfondsen: aandachtspunten en verschillen

Er zijn sinds de introductie van ETF's twee typen indexproducten waaruit beleggers kunnen kiezen: ETF's (beursgenoteerd) en indexfondsen (niet beursgenoteerd). Waar moet je op letten bij de keuze tussen deze twee indexproducten? Wat zijn de voor- en nadelen? Om dat duidelijk te maken, kijken we eerst naar de aandachtspunten en daarna naar de verschillen.

Aandachtspunten zijn onder andere: de keuze van de index, de manier waarop die wordt nagebootst, het uitlenen van effecten en de transparantie. De verschillen komen vooral tot uitdrukking in de uitbetaling van dividend, de verhandelbaarheid, de kosten en de mogelijkheid tot maandelijks beleggen.

De keuze van de index

De keuze van de index verdient bijzondere aandacht, want die speelt een centrale rol. Passieve beleggers zullen meestal zo breed mogelijk willen spreiden terwijl actieve beleggers vaak in hele gespecialiseerde deelmarkten wil-

len beleggen. Beiden zullen moeten letten op de 'dekingsgraad' van de index. Soms wordt een beperkt mandje gebruikt om een brede markt te representeren. Zo bestaat de Euro Stoxx 50-index uit de vijftig grootste bedrijven in de eurozone. Dat is een beperkt mandje om een markt na te bootsen die enkele duizenden bedrijven omvat. Het rendement van een indexfonds dat de Euro Stoxx 50 nabootst, zal waarschijnlijk weinig afwijken van dat van de gekozen index maar er kan een wat grotere afwijking ontstaan tussen dit indexfonds en de bredere markt. Deze afwijking blijft echter onder de radar van de belegger. Ditzelfde effect kan optreden bij een fonds dat de Dow Jones-index volgt die uit slechts 30 toonaangevende Amerikaanse bedrijven bestaat. De veel bredere en kapitaalgewogen S&P 500-index is een betere, wat bredere steekproef uit de duizenden aandelen op de Amerikaanse beurs. Zo is de bredere S&P 500-index sinds het dieptepunt in maart 2009 veel sneller gestegen dan de smalle Dow Jones-index (maar dat kan in een andere periode juist omgekeerd zijn). Smalle steekproeven uit brede populaties kunnen verrassingen opleveren.

De manier waarop de index wordt nagebootst

Er zijn drie manieren om de index na te bootsen: 'full replication', 'sampling' en met gebruikmaking van opties of swaps. 'Full replication' is de veiligste vorm. Bij deze vorm van nabootsing wordt ieder aandeel waaruit de index bestaat in de portefeuille van het indexfonds opgenomen, in dezelfde verhouding als in de index. De portefeuille is identiek aan de samenstelling van de index. Dat getuigt van transparantie en degelijkheid. Bij 'sampling' wordt een steekproef uit de index genomen. De kans op verrassingen neemt daardoor toe. Zoals vorig jaar goed te zien was bij de ETF van iShares die de MSCI Emerging Markets Index op basis van 'sampling' volgt. In 2009 bleef het rendement van deze ETF maar liefst 6,7% achter bij de index. Een ongekend groot verschil. Ter vergelijking: het Meesman Emerging Markets Stock Index Fund, dat op basis van 'full replication' dezelfde index volgt, behaalde een rendement dat netjes in lijn lag met de index. De derde manier van nabootsing, met behulp van derivaten, introduceert een tegenpartijrisico. Als de tegenpartij op de fles gaat, zoals Lehman Brothers, zijn de rapen gaar. Het zijn vooral sommige ETF's die derivaten gebruiken om de index na te bootsen.

Het uitlenen van effecten

De meeste ETF's en indexfondsen lenen effecten uit aan derden, 'securities lending' in het jargon. Dat levert geld op maar brengt ook risico's met zich mee. De risico's nemen toe naarmate een groter deel van de portefeuille wordt uitgeleend, het gevraagde onderpand minder solide is en cash onderpand risicovoller wordt weggezet. Dit laatste is een grote aanbieder van indexfondsen, State Street, onlangs op veel schade en reputatieverlies komen te staan. Het aarts-conservatieve Vanguard daarentegen neemt bij het uitlenen van effecten zo min mogelijk risico en is daardoor zonder kleerscheuren de kredietcrisis doorgekomen.

De transparantie

De transparantie van zowel ETF's als indexfondsen was tot voor kort groot. Sinds enige tijd is dat niet meer het geval. Er zijn ETF's op de markt die verre van eenvoudig en doorzichtig zijn. Dit is een smet op het blazoen van een tot voor kort voorbeeldige en zeer succesvolle industrie. Zakenbanken en gespecialiseerde fondshuizen die zich op deze markt hebben gestort, brengen in toenemende mate en in hoog tempo complexe, samengestelde, dure, actief beheerde 'indexproducten' op de markt. Deze exotische ETF's, zoals inverse en leveraged ETF's, zijn soms moeilijk te doorgronden en kunnen rare sprongen maken. Zo kan de afwijking van de index ('tracking error') aanzienlijk groter zijn dan je van een passief beheerd product zou verwachten. Er zijn zelfs trackers op olie die dalen als de prijs van olie stijgt. Het geruststellende van ETF's voor beleggers was juist de zekerheid dat het product de gekozen index nauwkeurig zou volgen. De laatste tijd zitten er echter in toenemende mate addertjes onder het gras die alleen ontdekt worden door beleggers die het prospectus als een Sherlock Holmes napluizen.

De twee typen indexproducten kennen ook verschillen. De belangrijkste komen hierna aan de orde.

De uitbetaling van dividend

De meeste ETF's keren het dividend uit, de meeste indexfondsen herbeleggen het dividend. Het is een kwestie van smaak wat de voorkeur verdient. Bij de meeste ETF's ontvangt de belegger op gezette tijden contant geld dat hij kan aanwenden om van te leven. Bij indexfondsen wordt het dividend meestal automatisch herbelegd waardoor het vermogen harder groeit. Als een ETF-belegger het uitgekeerde dividend niet nodig heeft om van te leven, moet hij bij elke dividenduitkering maatregelen nemen om het te herbeleggen; als een indexbelegger inkomen wil om van te leven, zal hij periodiek een gedeelte van zijn belegging moeten verkopen.

De verhandelbaarheid

De grote verhandelbaarheid van ETF's is het meest in het oog springende verschil met klassieke, niet-beursgenoteerde indexfondsen. Het is bovendien voor beleggers vaak hét argument om voor ETF's te kiezen. ETF's kunnen de hele dag door tijdens handelsuren, net als gewone effecten, op de beurs verhandeld worden. 'Gewone' indexfondsen kunnen eenmaal per dag of nog minder frequent gekocht en verkocht worden.

De grote verhandelbaarheid van trackers maakt het product geschikt en aantrekkelijk voor actieve beleggers. Immers, door de beursnotering kunnen trackers eenvoudig en snel worden gekocht en verkocht tegen een van tevoren te limiteren prijs. Je zou ETF's 'supereffecten' kunnen noemen die actieve beleggers in staat stellen actief te handelen met indexfondsen. Voor passieve beleggers is een grote verhandelbaarheid onnodig en potentieel zelfs een nadeel vanwege de verleiding die ervan uitgaat. Dat komt omdat passief beleggen vooral niet-handelen betekent en dat vergt een grote zelfdiscipline. Passieve beleggers moeten de emoties van de beurs stoïcijns aan zich voorbij laten gaan, willen

zij de vruchten van 'buy & hold' plukken. Opwellingen om actie te ondernemen bij onrust op de beurs moeten vooral niet in daden worden omgezet. Een gedwongen afkoelingsperiode omdat het indexfonds niet direct verhandelbaar is, kan dan helpen om niet in de val van de impulsiviteit te lopen. Kortom, indexfondsen met een lage verhandelbaarheid passen beter bij passieve beleggers terwijl ETF's vanwege hun grote verhandelbaarheid geknipt zijn voor actieve beleggers.

De kosten

De kosten van indexfondsen vallen uiteen in jaarlijkse kosten en bijkomende kosten. De hoogte van de jaarlijkse kosten van trackers is vergelijkbaar met die van indexfondsen. Zo is de TER van iShares MSCI World (beursgenoteerd) hetzelfde als die van het Meesman Global Stock Index Fund (niet-beursgenoteerd). Echter, de beursnotering van ETF's brengt twee extra kostenposten met zich mee: de 'spread' en het bewaarloon.

De *spread* is het verschil tussen de aankoopprijs en de verkoopprijs van een ETF, net als bij een aandeel. Bij aankoop betaalt een belegger meer dan de werkelijke waarde van de onderliggende effecten en bij verkoop krijgt hij minder dan de onderliggende waarde terug. Deze op- of afslag is verwerkt in de actuele koers. Bij de meest liquide ETF's kan de spread zo laag zijn als 0,1% maar deze neemt toe naarmate de tracker gespecialiseerder is. De op- of afslag zal aanzienlijk hoger uitvallen bij een tracker in Braziliaanse small caps. De spread kan bij frequent handelen een zware wissel trekken op het rendement.

Indexfondsen kennen geen spread. Je kunt ze kopen en verkopen tegen de NAV (Net Asset Value), de exacte som van de waarde van de onderliggende effecten.

Trackers houdt u aan via een effectenrekening bij een bank of vermogensbeheerder. Hierop wordt meestal *bewaarloon* in rekening gebracht. Het bewaarloon bedraagt veelal 0,1% tot 0,2% per jaar. Belegt u in indexfondsen met jaarlijkse kosten van 0,3% (obligaties) tot 0,5% (aandelen) per jaar dan is het bewaarloon een behoorlijke extra kostenpost.

Indexfondsen koopt u niet op de beurs maar bijvoorbeeld direct bij de aanbieder. Die brengt veelal geen bewaarloon in rekening. De aanbieder kan wel bepaalde administratiekosten in rekening brengen.

Door de bijkomende kosten van spread en bewaarloon zijn ETF's meestal duurder dan indexfondsen. Dit is geen wet van Meden en Perzen. Als de TER van een ETF zoveel lager is dat het bewaarloon gecompenseerd wordt en er wordt niet frequent in gehandeld, kan een ETF goedkoper zijn in een passieve portefeuille dan een indexfonds. In Amerika zijn sommige ETF's goedkoper dan vergelijkbare indexfondsen en het is niet uitgesloten dat die trend ooit overwaait naar Europa.

Maandelijks beleggen

In ETF's kunnen beleggers niet maandelijks een klein vast bedrag (bijvoorbeeld € 100) beleggen. Via de beurs kunnen ze immers geen fracties van aandelen kopen, wat noodzakelijk is om maandelijks een vast bedrag te beleggen. Index-

fondsen bieden die mogelijkheid wel. Dit maandelijks beleggen is dé manier om vermogen op te bouwen.

Samenvatting

De belangrijkste aandachtspunten zijn:

1. Smalle indexen voor brede markten kunnen verrassingen opleveren.
2. 'Full replication' is veiliger dan 'sampling'. Worden bij het nabootsen van de index swaps of opties toegepast dan wordt een tegenpartijrisico geïntroduceerd.
3. Let bij het uitlenen van effecten op de risico's die daarbij worden genomen.
4. ETF's en indexfondsen zijn meestal heel transparant, sommige ETF's uitgezonderd.

De belangrijkste verschillen zijn:

1. ETF's keren veelal dividend uit; indexfondsen herbeleggen het dividend meestal.
2. Bij ETF's is de verhandelbaarheid (en de verleiding) groot, bij indexfondsen minder.
3. De kosten van ETF's zijn meestal hoger dan van indexfondsen door de bijkomende kosten van spread en bewaarloon.
4. Bij indexfondsen kan een belegger maandelijks een vast bedrag beleggen, bij ETF's niet.

DE VERSCHILLEN IN HET GEBRUIK VAN ETF'S EN INDEXFONDSEN

Zoals hierboven al gezegd, zijn ETF's vooral geschikt voor actieve beleggers. Zo worden ETF's ook vanaf dag één door de aanbieders gepositioneerd. Toen het eerste beursgenoteerde indexfonds in 1992 in de Verenigde Staten gelanceerd werd, luidde de aanbeveling: 'Nu kunt u de hele dag door handelen in de S&P 500'. Het assortiment is zeer breed. Dankzij de komst en de groei van ETF's kunnen (actieve) beleggers met behulp van één transactie gokken op groepen aandelen die representatief zijn voor allerlei landen en sectoren. Je zou ETF's 'supereffecten' kunnen noemen. Deze supereffecten ontsluiten een heel nieuw speelveld voor actieve beleggers. De meeste ETF's volgen inmiddels smalle (deel)markten. Zo zijn er trackers voor landen, sectoren, middelgrote bedrijven, kleine ondernemingen en diverse beleggingsstijlen en allerlei combinaties van de voorgaande categorieën. Er zijn ETF's voor kort- en langlopende staats- of bedrijfsobligaties in euro's of andere valuta, gesplitst per land of regio en er zijn ETF's voor grondstoffen, vastgoed, valuta en zelfs hedgefondsen. Elke dag komen er nieuwe bij die vooral op smalle marktsegmenten mikken. Sommige indices worden zelfs speciaal samengesteld om lancering van een tracker mogelijk te maken. Dit steeds maar verder opsplitsen van de markt in allerlei subsegmenten wordt in het vakjargon 'slicing and dicing the market' genoemd. Begin 2010 omvatte het assortiment ongeveer 2000 verschillende trackers en elke maand komen er per saldo tientallen bij, vooral in Europa dat nog een achterstand heeft in te lopen op de Verenigde Staten. Kortom, voldoende keus voor actieve beleggers. Met als gevolg dat particulieren door de bomen het bos niet meer zien. Door deze wildgroei zijn trackers uitgegroeid tot een onoverzichtelijke kluwen beleggingsproducten die het keu-

zeproses voor particuliere beleggers niet makkelijker maakt. Deze trend naar meer gespecialiseerde en complexere ETF's zal, naar het zich laat aanzien, nog wel even doorzetten. Ook in dit segment van de financiële markt viert tomeloze innovatiedrift hoogtij. Voor passieve beleggers is dit brede assortiment overbodig. Zij hebben aan één of enkele breed gespreide aandelenindexfondsen en één of enkele obligatiefondsen genoeg om een degelijke passief beheerde portefeuille in te richten.

Loont actief beleggen met ETF's?

Medio 2009 maakte John Bogle, de vader van de indexfondsen, de resultaten bekend van een onderzoek naar het rendement van beleggen in ETF's. Hij vergeleek de rendementen van 79 ETF's ('fund return') in een aantal beleggingscategorieën over de laatste vijf jaar met de rendementen die beleggers in die ETF's hadden gehaald ('investor return'). Dit is een gebruikelijke manier om het resultaat van actief beleggen met ETF's door particulieren te meten. Meestal is investor return lager dan fund return. Dat komt omdat beleggers vaker rond het hoogtepunt enthousiast instappen en vervolgens rond het dieptepunt teleurgesteld uitstappen. Daardoor realiseren beleggers in ETF's lagere rendementen dan de markt. John Bogle zegt het volgende in het interview: 'De uitkomsten zijn ongelooflijk consistent. Van de 79 ETF's die we onderzocht hebben, vertoonden 68 een lagere investor return dan wat de fondsen gerealiseerd hadden.'

Maar het meest opvallend waren de verschillen. Die liepen van 0,4% minder investor return voor large cap value fondsen tot 17,9% minder rendement voor beleggers in financiële ETF's. Vooral met ETF's die volatiele markten volgen zoals opkomende markten, vastgoed en financiële waarden verloren beleggers veel geld ten opzichte van de markt. Actief beleggen met ETF's blijkt dezelfde nadelen te hebben als actief beleggen in losse effecten. Of nog erger, als we de eerste resultaten van onderzoek mogen geloven. John Bogle vat het als volgt samen: 'Er is niets mis met ETF's maar ze worden veel te veel gebruikt om er mee te handelen en dat kan alleen maar ten koste gaan van het langetermijnderendement.'

Eigenlijk is dit geen verrassende conclusie. Immers, uit onderzoek is al langer bekend dat market timing slechtere resultaten oplevert dan stock picking. Het beleggen in ETF's lijkt verdacht veel op market timing, namelijk instappen als je verwacht dat landen, sectoren of asset classes gaan stijgen en uitstappen of short gaan als je het tegenovergestelde verwacht. In de praktijk blijkt de wispelturigheid van financiële markten beleggers steeds weer op het verkeerde been te zetten.

SAMENVATTING

Klassieke indexfondsen stellen beleggers in staat om op een eenvoudige manier en tegen lage kosten een goed gespreide beleggingsportefeuille samen te stellen. En om een beter rendement te behalen dan de meeste professionele beleggers. Met recht kan worden gesteld dat indexfondsen voor beleggers de meest succesvolle financiële innovatie zijn van de afgelopen veertig jaar. Met de meer recente opkomst van ETF's slaat de indexrevolutie een nieuwe weg in. Er

komt een veel breder aanbod van allerlei gespecialiseerde indexproducten en indexfondsen krijgen een beursnotering waarmee de verhandelbaarheid wordt vergroot. Indexfondsen worden daardoor geschikt en aantrekkelijk voor actieve beleggers. Ze openen een scala aan nieuwe mogelijkheden. Maar dit nieuwe, uitgebreide aanbod leidt voor hen niet tot betere beleggingsresultaten. Integendeel, actief handelen met ETF's leidt tot vaak nog slechtere beleggingsresultaten dan actief beleggen met losse effecten.

Passieve beleggers zijn veelal beter af met gewone, niet-beursgenoteerde indexfondsen. Voor hen is een beperkt aantal breed gespreide indexfondsen meer dan voldoende

om hun financiële doelstellingen te realiseren en is dagelijks, wekelijks of zelfs maandelijks kunnen in- en uitstappen meer dan genoeg. Een beperkte verhandelbaarheid is zelfs een nuttige rem op impulsief handelen en zolang indexfondsen goedkoper zijn dan ETF's is er weinig aanleiding om ETF's te prefereren boven indexfondsen.

De paradox van de uitvinding van ETF's is dat deze innovatie op het gebied van passief beleggen, actieve beleggers in vervoering kan brengen terwijl passieve beleggers, als echte Stoïcijnen, er niet warm of koud van worden.

Informatie: j.wintermans@indexbeleggen.nl