

De risico's van indexbeleggen

Indexbeleggen wordt steeds meer gezien als de beste manier om te beleggen en dat valt ook af te lezen aan de kapitaalstromen richting passieve instrumenten. Er is echter een keerzijde aan dit succes.

De opkomst van passief beleggen

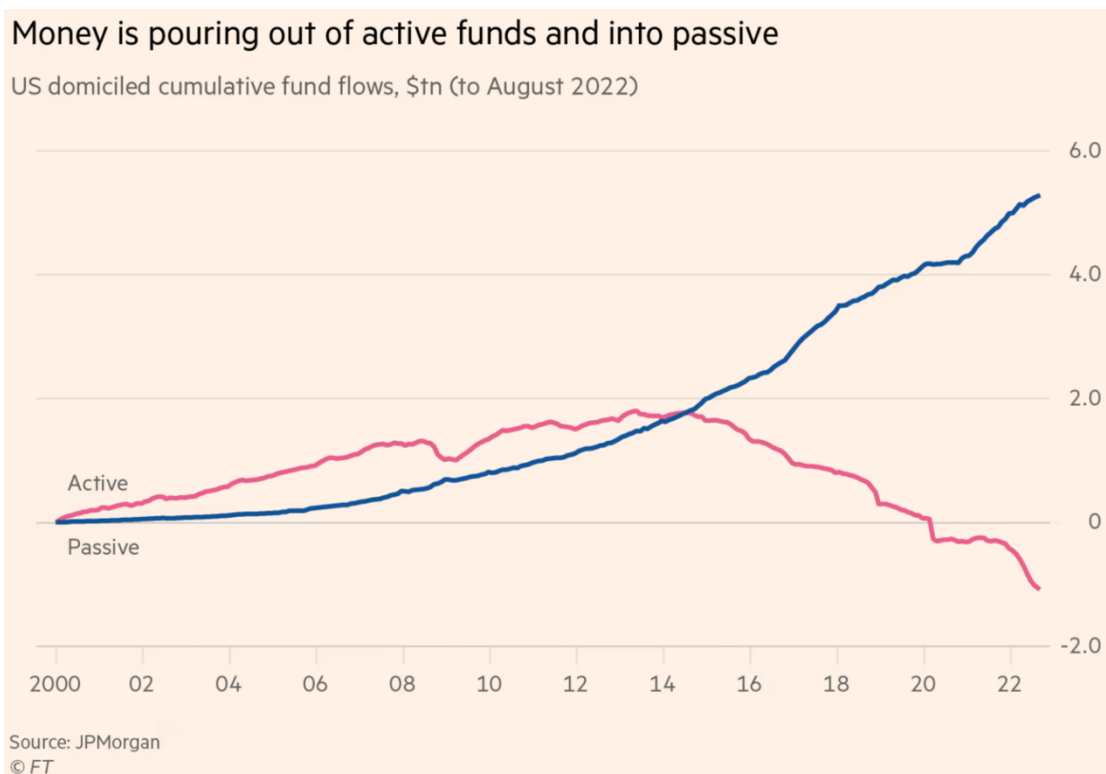
De Amerikaanse belegger John C. Bogle (1929-2019) stond aan de wieg van het indexbeleggen en wordt gezien als de 'vader van passief beleggen'. Tijdens zijn studie aan Princeton University in de begin jaren vijftig kwam hij erachter dat de meeste actief beheerde beleggingsfondsen na aftrek van kosten slecht presteerden. Deze conclusie leidde uiteindelijk tot de oprichting van The Vanguard Group in 1974 en tot het eerste indexfonds voor particuliere beleggers in 1976.

In eerste instantie sloeg het beleggingsconcept niet aan in de VS, maar na enige tijd begon de interesse toch toe te nemen en tegenwoordig is indexbeleggen niet meer weg te denken. Vanguard groeide uit tot een van de grootste vermogensbeheerders ter wereld. Tegenwoordig hebben alle grote vermogensbeheerders een breed scala aan indexfondsen en ETF's op het schap en is het assortiment van passieve fondsen (die dus een index nabootsen) enorm en nog steeds groeiende.

Dat is niet zonder reden: het makkelijk, breed gespreid, en tegen lage kosten beleggen is daarmee voor iedereen mogelijk. Daarnaast wordt, afgezien van de relatief lage kosten en bij volledige 'replicatie' (nabootsing van de index) ook vrijwel hetzelfde rendement gehaald als de index die wordt gevolgd. Een belangrijk argument is ook dat veel actief beheerde fondsen de index niet weten te verslaan¹, dus redenen genoeg om in de index te beleggen.

¹ S&P Dow Jones Indices (2017). *SPIVA U.S. Scorecard*
(<https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/spiva/spiva-us-year-end-2016.pdf>)

Wat we zien, is dat de opkomst van passief beleggen ten koste gaat van actief beleggen. Steeds meer nieuw te beleggen kapitaal vloeit richting passieve fondsen en de laatste tijd wordt er ook kapitaal aan actief beheerde fondsen onttrokken om passief te beleggen. Een andere observatie: de portefeuillesamenstelling van veel actieve fondsen wijkt nauwelijks af van de samenstelling van de benchmark². De meeste fondsbeheerders zetten hun prestaties af tegen een brede aandelenindex zoals de S&P 500 of de MSCI World



Index. Dit zijn hun prestatiebenchmarks, wat betekent dat ze hun werk goed doen indien ze een hoger rendement halen dan de toepasselijke index (benchmark) en slecht als dit niet het geval is ('underperformance'). Maar als actieve fondsen niet echt afwijken van hun benchmarkindex, dan betalen beleggers onnodig kosten voor een zogenaamd actief beheerd fonds. Ze kunnen immers dan ook zelf in de index beleggen via een passief fonds en zullen dan veel minder kosten kwijt zijn.

Waarom nog afwijken van de index?

Er is ook een commerciële reden dat actieve fondsbeheerders niet veel durven af te wijken van de index en dat heeft te maken met angst. Als ze namelijk duidelijk afwijken van de indexsamenstelling en daardoor een tijdlang minder rendement

² Cremers, M. e.a. (2011). *The Mutual Fund Industry Worldwide: Explicit and Closet Indexing, Fees, and Performance*

halen dan de index, zijn ze bang dat beleggers in hun fondsen hun geld wegtrekken. Door de angst voor underperformance willen veel fondsbeheerders nauwelijks afwijken van hun benchmark en hierdoor kunnen ze het ook nooit veel beter doen dan de index.

Waaruit bestaan eigenlijk in die grote indices zoals de S&P 500 en de MSCI World Index? We vinden er de grootste bedrijven ter wereld. Als we de top 10 van de S&P 500 er bijvoorbeeld bijnemen, dan zien we dat die wordt gedomineerd door de zogeheten Magnificent 7. Dat zijn Apple, Meta, Nvidia, Amazon, Tesla, Alphabet en Microsoft. Deze superzwaargewichten hebben samen een weging van bijna 30% in de S&P 500. Voorheen werden de belangrijkste aandelen aangeduid met acroniemen als FANG (Facebook, Amazon, Netflix en Google) en FAANG (nadat ook Apple was toegevoegd), maar het principe blijft hetzelfde: een paar grote spelers die zwaar wegen in de index.

EXHIBIT 3: THE MAGNIFICENT 7 VS. THE S&P 500



Data from 2014-2023 | Source: Compustat, Standard & Poors

De S&P 500 is namelijk, zoals vele indices, marktgewogen. Dat betekent dat ieder aandeel in de index naar rato van zijn totale marktwaarde meetelt bij de berekening van de indexstand. Als aandeel A een marktkapitalisatie heeft van 2 miljard dollar en aandeel B van 1 miljard dollar, zal het gewicht in de index van aandeel A twee keer zo groot zijn als de weging van aandeel B. Stijgt de waarde van aandeel A fors, dan zal ook het gewicht in de index verder toenemen. En precies dat zagen we gebeuren in 2023 en 2024 bij de 'Magnificent 7'. De totale marktwaarde van die aandelen is fors gestegen en daarmee ook de weging in de index. Het rendement van deze zeven zware aandelen was de afgelopen jaren namelijk hoger dan het rendement van de S&P 500.

Ondertussen zitten actieve vermogensbeheerders met een enorm dilemma, want durven ze het wel aan om minder in deze grote aandelen te beleggen in hun

portefeuilles dan hun relatieve gewicht in de index? Fondsmanagers worden afgerekend op hun rendement ten opzichte van de benchmarkindices, maar worden niet zo snel ontslagen als ze in de grote aandelen zitten als die niet goed blijken te presteren. Echter, ze worden waarschijnlijk wel ontslagen als ze de grote aandelen niet of minder hebben opgenomen als die verder zijn gestegen. De bekende belegger Peter Lynch, vermaard om zijn succesvolle beheer van het Magellan Fund van Fidelity, had hierover een passende uitspraak (waarbij je IBM in deze tijden zou kunnen vervangen door Nvidia of Apple):

"There's an unwritten rule on Wall Street: you'll never lose your job, losing your clients' money in IBM."

Het zelfversterkend mechanisme

De Magnificent 7-aandelen waren in het voorjaar van 2024 bij elkaar goed voor ongeveer een zesde van de totale marktwaarde van alle aandelen in de wereld en hun opgetelde bedrijfswinst bedroeg ongeveer 1,7% van het wereldwijde bruto binnenlands product. Er zat zeker groei in deze groep aandelen, met name door Nvidia en de 'AI-boom', waardoor dit verschil (1/6 van de totale marktwaarde, maar slechts 1,7% van het BBP) kleiner kon worden, maar toch is dit verschil enorm. Hoe kan dat?

Normaal gesproken vloeit beleggingskapitaal naar aandelen van bedrijven met goede vooruitzichten mits die niet te duur zijn. Door de populariteit van indexbeleggen wordt het meeste kapitaal echter belegd in de bedrijven met het zwaarste gewicht in de index. Zo worden grote bedrijven beloond, omdat ze groot zijn. Dit drijft hun waarderingen op waardoor ze in staat zijn om met hun eigen aandelen weer andere bedrijven over te nemen en te investeren in toekomstige groei. De groten worden zo dus nog groter in beurswaarde, dankzij de indexfondsen. En dat gaat door totdat het verschil zo groot is geworden dat beleggers op zoek gaan naar meer waarde voor hun geld of wanneer er paniek in de markt komt en beleggers hun vermogen willen veiligstellen.

Het mes snijdt aan twee kanten

De verhandelbaarheid van ETF's op de grote indices is doorgaans goed, zeker tijdens een bullmarkt, maar wat als er een bearmarkt ontstaat of zelfs een crash en veel beleggers willen tegelijk verkopen? Dit kan leiden tot grote liquiditeitsproblemen bij de trackers en enorme verschillen in de prijsvorming voor sommige minder liquide aandelen die in de index zitten. Als iedereen gelijktijdig trackers op de populaire indices wil verkopen, dan weegt de verkoopdruk zwaarder op die bedrijven, die het zwaarst in de index meetellen. Het opwaartse,

zelfversterkende mechanisme dat we hierboven bespraken, werkt dan de andere kant op. Dit zou natuurlijk een kans kunnen bieden aan 'value-beleggers' (die vooral 'waardeaandelen' selecteren, dus met een relatief lage beurswaarde). Maar als het zou gebeuren, zou het indexbeleggers fors kunnen schaden. Laten we in dat geval eens twee mogelijke scenario's bekijken voor waardeaandelen:

1. Alle aandelen worden verkocht, waaronder dus ook de waardeaandelen. Die aandelen hebben echter niet de opgeblazen wegingen in de grootste indices (zoals de S&P 500), en zullen dus minder hard dalen als de posities in de grote indices massaal zouden worden verkocht. Daarnaast krijgt men bij waardeaandelen uiteraard relatief meer waarde voor hetzelfde geld. Het ergste dat zou kunnen gebeuren als de koersen van deze aandelen dalen, is dat de onderwaardering (van de beurswaarde ten opzichte van de boekwaarde) in deze aandelen alleen maar groter wordt. Uiteindelijk zou die onderwaardering weer terug moeten gaan naar de gemiddelde waardering ('reversion to the mean'), waardoor waardeaandelen weer in waarde stijgen. Iedere daling is dus een koopkans voor beleggers in waardeaandelen.
2. Een beweging van passief naar actief. Na de jarenlange verschuiving van actief naar passief beleggen beseffen beleggers dat ze de 'winnaars van gisteren' hebben gekocht en elkaar achterna hebben gelopen. Dit werkt prima zolang er meer kapitaal richting passieve fondsen vloeit, maar zodra dit stopt, zullen beleggers moeten kijken naar wat nog echt waarde heeft. Hiermee is de kans zeer groot dat ze bij waardeaandelen zullen uitkomen.

Conclusie: kans op draai van index- naar valuebeleggen

Indexbeleggen is erg populair en trekt steeds meer kapitaal aan. Dat kapitaal gaat naar de grootste, snelgroeiende bedrijven in de index, waardoor deze nog groter worden en dat proces gaat door totdat het een keer abrupt stopt, bijvoorbeeld tijdens een crash. Dit zou dan liquiditeitsproblemen bij de indexfondsen en ETF's kunnen veroorzaken en een risico vormen voor indexbeleggers, wat weer kansen biedt aan valuebeleggers.