

'Nadelen van passief beleggen vaak onderschat'

Sameer van Alfen
Week 19 06 mei 2015

Passief beleggen heeft de afgelopen jaren flink aan populariteit gewonnen. Maar volgens critici heeft het 'slaafs' volgen van de index ook nadelen, zoals ongewenste concentraties in de portefeuille. Toch zijn er alternatieven om dit risico te verminderen, waardoor het onderscheid tussen passief en actief ook meteen vervaagt.

Think Stock

Recente cijfers van Morningstar bevestigen dat passief beleggen in opmars is. In 2014 stroomde er 62% van het nieuw belegd vermogen in Europa richting actieve beleggingsfondsen, 38% ging naar passieve strategieën. In 2013 was deze verhouding nog 75% om 25%.

Bij passief beleggen wordt er geprobeerd om een rendement te behalen dat zo dicht mogelijk bij een vooraf bepaalde index, de benchmark, ligt. Dit kan via indexfondsen, maar ook via zogeheten Exchange Traded Funds (ETF's). De laatstgenoemde zijn beursgenoteerd en dus op elk moment van de dag verhandelbaar. Actieve fondsen wijken juist af van de index en proberen in die zin de markt te verslaan.

'Passief beleggen leidt tot concentratie'

Als voordeel van passief beleggen worden vaak de lagere kosten genoemd. Maar de nadelen komen amper aan bod, terwijl die er volgens (actieve) asset managers wel degelijk zijn. Yves Choueifaty, oprichter van het Franse Tobam, wijst op het concentratierisico dat beleggers lopen als ze een marktgewogen index als benchmark nemen. In deze indices krijgen de aandelen met de hoogste marktkapitalisatie (beurskoers maal het aantal uitstaande stukken) het hoogste gewicht.

Choueifaty: 'Dit betekent dat als de prijs van een aandeel stijgt, zijn weging in de index toeneemt. Hierdoor ontstaat er binnen de index een overweging naar bepaalde aandelen of sectoren. De geschiedenis leert dat zo'n overweging snel kan veranderen. Neem de S&P500. Voordat de internetzeepbel uiteenspatte, bestond de index voor circa 35% uit technologieaandelen. Eind 2002 was dit gedaald naar 15%.'

Volgens de Fransman was hetzelfde patroon te zien rond de kredietcrisis en aandelen van financiële instellingen, maar dan in minder extreme mate. 'Halverwege 2007 bedroeg de concentratie naar financials in de S&P500 circa 20%. Eind 2008 was dit gedaald naar 11%. Anno 2015 zie je opnieuw een behoorlijke concentratie naar financials. Maar nog veel meer naar de technologiesector, zoals Apple, Facebook en Google. En naar aandelen met een lage volatiliteit.'

Volgens Choueifaty heeft een passieve belegger het grootste deel van zijn vermogen gealloceerd naar aandelen die overgewaardeerd zijn en juist maar een klein deel zitten in relatief goedkope aandelen. 'Iedereen weet dat grote concentraties uiteindelijk door de markt gecorrigeerd worden, maar passieve beleggers hebben geen mogelijkheid om hierop in te spelen. Dit probleem speelt ook bij staatsobligatiefondsen, omdat landen met de grootste schuld de hoogste weging krijgen.'

'Te veel eer voor ETF's'

Kirst Kuipers, hoofd Benelux bij iShares Benelux dat ETF's aanbiedt, zegt dat het veronderstelde concentratierisico van passief beleggen niet moet worden overdreven. 'De instroom naar ETF's is de afgelopen jaren flink toegenomen. Maar dat hierdoor een marktrisico ontstaat, is iets te veel eer. ETF's maken maar een zeer klein onderdeel uit van de wereldwijde aandelen- en obligatiemarkt. Heftige koersbewegingen worden dan ook veroorzaakt door macro-economische factoren en niet door ETF's.'

Kuipers stelt dat passieve beleggers juist ook kunnen profiteren van concentratie. 'Het is een medaille met twee kanten. Stel dat een bepaalde index overwogen is in oliebedrijven. Dan kan een belegger het gevoel krijgen dat hij risico loopt, maar toch blijven zitten omdat hij

nu eenmaal passief belegt. Op het moment dat de 'olies' het daarna nog beter doen, dan zal zo'n belegger blij zijn dat hij zijn allocatie niet heeft gewijzigd. Uit Greenwich-onderzoek blijkt dat institutionele beleggers ETF's gemiddeld voor circa 29 maanden aanhouden.'

Kuipers zegt dat passief en actief beleggen prima samen kunnen gaan. 'Als een pensioenfonds kansen ziet in een bepaalde sector en daardoor een hoger rendement denkt te kunnen behalen dan de markt, dan zou ik daar zeker voor gaan. Alleen hebben de afgelopen jaren geleerd dat het voor actieve beleggers bijzonder moeilijk is geweest om bijvoorbeeld de S&P500 te verslaan. Bovendien kunnen institutionele partijen die meer actief willen beleggen tegenwoordig ook ETF's kopen met een specifieke blootstelling aan bepaalde sectoren.'

'Ook concentratierisico bij actief beheer'

Dennis Thé, portefeuillemanager bij Syntrus Achmea, zegt dat het een misverstand is dat alleen passieve beleggers concentratierisico lopen. 'Actieve beleggers hebben hier net zo goed mee te maken, omdat zij vaak ook een marktgewogen index gebruiken als benchmark voor hun portefeuille. Zij beleggen dan uiteindelijk min of meer in dezelfde bedrijven als passieve beleggers.'

Ronald Wuijster, directeur cliënt management bij APG AM, zegt dat beleggers als APG het concentratierisico van beleggen proberen te verkleinen door af te stappen van een marktgewogen benchmark. 'Wij kiezen er steeds meer voor om de maatstaf in te richten op basis van smart beta. Dit kan bijvoorbeeld een index zijn waarin alle aandelen een gelijke gewing (equal weight, red.) krijgen. Maar het kan ook een index zijn die overhelpt naar structurele factoren als waarde, momentum, small cap en low volatility.' Deze overhelling heet ook wel 'tilt'.

Wuijster geeft aan dat niet alleen actieve vermogensbeheerders als APG smart beta gebruiken om risico's te verminderen. 'Ook passieve managers passen dit concept steeds vaker toe in hun portefeuilles die zijn bedoeld om de index te volgen. In die zin zie je dat passief en actief dichterbij elkaar toegroeien: het verschil wordt steeds kleiner. Wij gebruiken bijvoorbeeld smart beta benchmarks om onze actieve portefeuilles, die dus alfa moeten genereren, samen te stellen.'

Thé van Syntrus Achmea zegt dat de alternatieven voor marktgewogen indices ook zo hun risico's kennen. 'Wanneer een belegger kiest voor een equal weight index als benchmark, dan geef je een groot bedrijf dezelfde gewing als een onderneming die qua omzet veel minder voorstelt. Maar zo krijgen sectoren die economisch gezien een zeer beperkte omvang hebben, een grote gewing in de portefeuille. Ook brengt een equal weight benchmark liquiditeitsrisico's met zich mee.'

De portefeuillemanager zag dat pensioenfondsen na de kredietcrisis steeds meer passief gingen beleggen. 'Zij waren minder bereid om risico te nemen na de forse koersdalingen in 2008. De trend naar passief was zichtbaar bij zowel kleine als grote pensioenfondsen. Op dit moment lijkt de situatie zich te stabiliseren. Van een terugkeer naar actief is geen sprake. Wel beleggen veel grote pensioenfondsen actief, omdat zij daar de waarde van inzien.'

Transactiekosten en dividendbelasting

Daarbij wijst Wuijster van APG nog op twee andere nadelen van passieve strategieën. 'De kosten worden onderschat. Vaak wijzen vermogensbeheerders alleen op de lagere managementvergoedingen. Maar dat passief beleggen in de praktijk kan leiden tot relatief hoge transactiekosten, wordt vaak verzwegen. Immers: als de benchmark verandert qua samenstelling, moet de belegger zijn portefeuille ook wijzigen. Dat leidt tot aan- en verkoopkosten.'

Wuijster zegt verder dat passieve beleggers het vaak nalaten om dividendbelasting terug te vorderen in het buitenland. 'Het terugvragen van deze belasting brengt uiteraard administratieve kosten met zich mee. Maar omdat pure passieve beleggers de kosten zo laag mogelijk willen houden, kiezen zij ervoor om geen actie te ondernemen. Zij laten dus een stukje rendement liggen, terwijl het toch om aanzienlijke bedragen kan gaan.'

© 2015 Pensioen Pro. Alle rechten voorbehouden.