



Hoe goed sporen indextrackers?

Uit onderzoek van TNS Nipo onder ruim duizend beleggers blijkt al 6 procent van alle vermogens in indextrackers te worden belegd; een verdubbeling in twee jaar en de verwachting is dat de groei nog wel even zal doorzetten. Het gemak en de lage kosten trekt beleggers, maar TNS Nipo signaleert wel dat beleggers niet echt begrijpen waarin ze hun geld steken. Wat doen trackers precies en wat voegen ze toe?

Indextrackers ofwel trackers zijn beleggingsproducten die een gangbare beursindex volgen. Vaak worden ze ook wel ETF's ('exchange traded funds' ofwel 'beursgenoteerde beleggingsinstellingen') genoemd; dat lijkt me minder handig, omdat dit natuurlijk voor veel meer beleggingsfondsen geldt. In de basis is een tracker gewoon een beleggingsfonds waarin alle aandelen zijn opgenomen zoals ze bepalend zijn voor de betreffende index. Dat kan bijvoorbeeld de AEX of een andere gangbare beursindex zijn, maar ook een sectorindex van bedrijven, andersoortige beleggingen (zoals obligaties, vastgoed, grondstoffen) of een groep landen. Door zo te beleggen zou het verloop van de koers van een tracker gelijk moeten zijn aan die van de gekoppelde index. Handig, want in de praktijk blijkt het vaak moeilijk zat om de prestaties van een index over een langere periode zelfs maar te (blijven) evenaren. Maar vaak blijkt het koersverloop toch behoorlijk af te wijken. Hoe kan dat?

Ooit was het verschil tussen trackers en beleggingsfondsen simpel. Beide vormen een mandje met aandelen of investeringen, maar een beleggingsfonds wordt beheerd door een professionele fondsbeheerder en een pure tracker kun je door een accurate en altijd parate administratief medewerker laten beheren: een geautomatiseerd systeem met de juiste koppelingen. Heel wat goedkoper dan een hoogopgeleide beleggingsspecialist met bonusambities. Juist daarom werden trackers steeds populair-

der: de beheerkosten liggen (veel) lager, terwijl de rendementen gemiddeld niet onderdoen voor beleggingsfondsen. Een goede belegger is iemand die in meer dan 50 procent de juiste keuzes heeft gemaakt, leerde ik ooit van een oude rot in het vak.

Mede door dit grote succes gingen ook de beleggingsspecialisten weer met de trackers aan de slag; dit werkt uiteraard kostenverhogend, dus moest er een list worden verzonnen. Zo kwamen er naast 'trackers met fysieke replicatie' (die gewoon doen waarvoor ze ooit bedoeld waren) ook 'trackers met synthetische replicatie': trackers die werken met derivaten zoals swaps en andere financiële constructies. Met de opzet om zonder echte of maar (zeer) gedeeltelijke belegging in de betreffende aandelen toch de koers van de betreffende index te benaderen of – en dat is natuurlijk de claim – zelfs te verslaan. Uit de lange ervaring met beleggingsproducten weten we inmiddels dat het op dat punt nog wel eens misgaat.

KOSTEN KUNNEN OPLOPEN

Bij sterk wisselende indexen en indexen waarin heel veel verschillende aandelen zitten (zoals de MSCI-World-index) kunnen de transactiekosten bij *fysieke* trackers aardig oplopen. Maar er kan ook effectief in minder maar toch representatieve soorten aandelen worden belegd; zo worden de kosten wel gedrukt maar dan zal de zogenoemde 'tracking error' normaal gesproken weer wat omhoog gaan. De 'tracking error' is een mooi woord voor het kan vriezen en het kan dooien, maar meestal betekent het dat de ontwikkeling van de index waaraan is gekoppeld zelden wordt gehaald.

Eén van de claims van *synthetische* trackers is dat ze kostenverlagend werken en de 'tracking error' dus reduceren, maar dat is moeilijk te geloven als de andere partijen die betrokken zijn er ook nog aan moeten verdienen en bovendien voor een extra risico zorgen. Want ook financiële instellingen

blijken nog wel eens om te vallen of alleen maar overeind te blijven met zware overheidsstutten. Ondertussen staan door de toenemende concurrentie de prijzen onder druk. Volgens *Financial Advisor magazine* zijn er inmiddels al bijna honderd trackers met een prijs onder de 15 basispunten en een paar handenvol zitten zelfs al onder de 10 basispunten. Dit is mogelijk doordat grote gevestigde spelers hun schaalvoordelen ten goede laten komen aan hun klanten. Daar tegenover staan de – vaak nieuwe – aanbieders die komen met actief beheerde trackers,

die ook waren gekoppeld aan een beursindex, vaak de AEX. Daarbij werd wat minder netjes met de dividenden omgegaan: die werden namelijk gebruikt om de kosten richting klant te drukken. Maar wat is drukken als de dividenden 3 procent of zelfs meer bedragen? Dat was pas echt dividendlekkage. Niet voor niets zijn deze producten, die met recht woekerpolissen mogen worden genoemd, inmiddels niet meer verkrijgbaar.

// Met indextrackers kunnen beleggers op effectieve wijze een brede portefeuille opbouwen //

om zo een hogere vergoeding te kunnen rechtvaardigen. Eigenlijk is de beste maatstaf voor de hoogte van de kosten de ‘tracking error’ omdat die precies aangeeft wat je verliest (of in een zeldzaam geval: wint) ten opzichte van de index. Een ‘tracking error’ van 1,5 betekent niet meer dan dat je op één of andere manier 1,5 procent kosten kwijt bent.

WEGLEKKEN VAN DIVIDEND

In veel fysieke indextrackers wordt dividend ontvangen, maar daarbij worden dividendbelastingen ingehouden die moeilijk of niet zijn terug te vorderen omdat het om buitenlandse beleggingen gaat. Synthetische indextrackers hebben daar indirect ook mee te maken, maar weten de schade die door de bronbelasting ontstaat, vaak te beperken. Het fenomeen dat de ingehouden bronbelasting niet kan worden teruggehaald staat bekend als dividendlekkage. En die kan aardig oplopen: de dividendbelasting bedraagt in Nederland 15 procent, maar wereldwijd is de belasting gemiddeld al snel 20 procent. Als we uitgaan van gemiddeld 3 procent dividend praten we over een verlies van rond de 50 basispunten; dat is dus vaak meer dan de beheermarge. Dit kan de ‘tracking error’ ten opzichte van een index, waarbij de dividenden zijn herbelegd, dus aardig opkrikken!

Vergelijken met een gewone index heeft alleen zin als de dividenden worden uitgekeerd. In verband hiermee nog een stukje historie: in het verleden heeft een aantal verzekeraars producten verkocht

GEEN WONDERMIDDEL

Indextrackers zijn niet nieuw en hebben aangetoond tegen relatief lage kosten goed mee te kunnen gaan in de koersbeweging van vele beurzen of sectoren. Maar ze zijn geen wondermiddel: garanties of bodemrendementen worden niet geboden; het is voor een particuliere belegger alleen maar een effectieve manier om een brede portefeuille op te bouwen. Zonder de relatief hoge transactiekosten verbonden aan individuele beleggingen en zonder de relatief hoge beheermarges die in rekening worden gebracht bij actief beheerde en (hierdoor?) matig presterende beleggingsfondsen. Maar de verschillen in de effectieve kosten kunnen nog behoorlijk zijn.

De AFM stelt terecht dat alleen producten mogen worden aangeboden die, eventueel door de adviseur, begrijpelijk kunnen worden gemaakt voor de doelgroep; maar dat geldt in principe natuurlijk voor alle (financiële) producten. Het spreekt vanzelf dat dit gepaard moet gaan met volledige informatie over de index, de kosten (de expliciete beheermarge, maar vooral ook de ‘tracking error’) en de risico’s, met name die van de synthetische trackers. En – zoals ook signaleerd in het onderzoek van TNS Nipo – op dat vlak valt nog wel wat te verbeteren. ■

AFM-rapport over 'indextrackers'

EEN STUKJE GESCHIEDENIS

De eerste trackers werden eind jaren tachtig in de Verenigde Staten geïntroduceerd, gekoppeld aan de S&P 500. Maar na een rechtszaak mochten ze niet meer worden verkocht. Bijna twintig jaar geleden werden de Standard & Poor's Depository Receipts (SPDR of Spiders) gelanceerd door State Street Global Advisors. In 1998 introduceerden zij ook de sector spiders, gekoppeld aan de verschillende sectoren van de S&P-500 index. In dat jaar kwam ook een Dow Jones tracker op de markt en het jaar daarop de eerste Nasdaq-100 tracker. Ruim 10 jaar geleden kwam iShares met de eerste op Europa gerichte trackers, gekoppeld aan de Euro Stoxx 50. Inmiddels is iShares, een label van BlackRock (waarin o.a. Barclays en Merrill Lynch een groot aandeel hebben), de grootste aanbieder van beursgenoteerde indextrackers in Europa en de hele wereld. Wereldwijd zijn er in totaal al duizenden trackers beschikbaar.