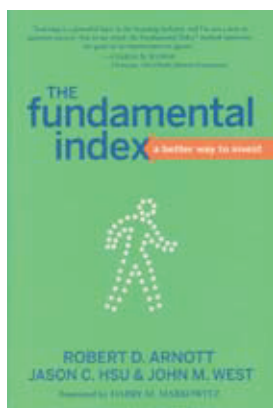


The Fundamental Index A Better Way To Invest

Review door David Blitz,
Head Quantitative Equity Research bij Robeco



The Fundamental Index
A Better Way To Invest;
Robert D. Arnott, Jason
C. Hsu & John M. West,
uitgever: Wiley, 2008,
ISBN 978 0 470 27784 3



In dit boek houden Robert Arnott en zijn collega's van Research Affiliates een krachtig pleidooi voor het beleggen conform zogenaamde fundamentele indices. Hun kernargument hiervoor is dat een traditionele, marktwaardegewogen index per definitie te veel gewicht toekent aan overgewaardeerde aandelen en te weinig gewicht aan

ondergewaardeerde aandelen, en dat dit kan worden opgelost door indexwegingen niet te baseren op de marktwaarde van een aandeel, maar op fundamentele karakteristieken, zoals boekwaarde, omzet en winst. Deze gedachtegang wordt eerst theoretisch uitgewerkt en daarna cijfermatig onderbouwd. Back-test resultaten laten zien dat fundamentele indices toegepast op de Amerikaanse aandelenmarkt gemiddeld 2% extra rendement per jaar opleveren, zonder dat het risico toeneemt. Verder blijkt dat fundamentele indices buiten de V.S. minstens even effectief zijn, en dat de aanpak ook goed toepasbaar is op obligaties.

Fundamentele indices kunnen worden geplaatst in een bredere trend van niet-marktwaardegewogen indices. Andere voorbeelden hiervan zijn bijvoorbeeld minimum volatility of GDP-gewogen indices, maar deze alternatieven vallen helaas buiten het bestek van dit boek. Als u overigens 30 dollar wilt besparen is het handig om te weten dat het meeste materiaal in het boek ook terug is te vinden in artikelen van de auteurs die gewoon op het internet circuleren. Bij het lezen van dit boek is het verder goed om te realiseren dat Research Affiliates het concept van fundamentele indices gepatenteerd heeft, en ook commercieel op de markt gebracht via een samenwerking met de indexleverancier FTSE. De inkomsten van Research Affiliates bestaan daarbij uit een bepaald percentage van al het vermogen dat op basis van deze indices wordt beheerd. Met dit gegeven in het achterhoofd is het niet verrassend dat de auteurs hun best doen om alle kritiek op fundamentele indices zoveel mogelijk te ontkrachten. Hier worden twee complete hoofdstukken aan gewijd, die, alhoewel de conclusie eigenlijk al bij voorbaat duidelijk is, naar mijn mening het meest interessante deel van het boek vormen.

De belangrijkste kritiek op fundamentele indices is dat ze louter een tilt naar waarde-aandelen creëren. De fundamentele waarde van een bedrijf is immers per definitie gelijk

aan de marktwaarde van dat bedrijf vermenigvuldigd met een bepaalde waarderingsratio, zoals bijvoorbeeld de boekwaarde/marktwaarde ratio. De auteurs erkennen dit, maar stellen daar tegenover dat fundamentele indices een veel effectievere waardestrategie representeren dan traditionele waarde-indices. Deze conclusie wordt echter voornamelijk gebaseerd op een vergelijking van de back-test performance van hun fundamentele indices met de real-life performance van traditionele waarde-indices, zoals de Russell 1000 Value index. Mijn conclusie is dat fundamentele indices zonder meer een elegante manier vormen om op het waarde-effect in te spelen, dat inspelen op het waarde-effect sowieso geen gek idee is gegeven de overweldigende hoeveelheid bewijs dat hiermee extra rendement kan worden gegenereerd, maar dat het laatste woord nog niet gezegd is over de vraag of fundamentele indices nu echt iets wezenlijk nieuws bieden ten opzichte van reeds bestaande beleggingsalternatieven.

Tenslotte wil ik deze gelegenheid aangrijpen om een tweetal aandachtspunten te belichten die niet worden behandeld in het boek. Ten eerste dienen beleggers zich te realiseren dat een fundamentele index bedrijven met een hoog faillissementsrisico kan opzoeken. Dit doet zich met name voor tijdens het jaarlijkse herbalanceringsmoment, dat bij de FTSE/RAFI indices in maart valt. Financiële instellingen die harde klappen hadden gekregen tijdens de kredietcrisis werden bij de herbalancing in maart 2009 bijvoorbeeld flink bijgekocht door deze indices, aangezien de boekwaarden e.d. van deze bedrijven nog op een relatief hoog niveau lagen. Achteraf bezien kunnen we concluderen dat de timing van deze beslissing vrijwel perfect was, aangezien de bedrijven in kwestie kort hierna een sterk herstel lieten zien. Hadden overheden echter niet ingegrepen en waren dit soort bedrijven failliet gegaan, een risico dat ingecalculeerd was in marktprijzen, dan hadden fundamentele indices zware klappen gekregen. Een tweede aandachtspunt dat uit deze episode naar voren komt is dat de keuze voor het jaarlijkse herbalanceringsmoment een behoorlijk toevalselement introduceert. Zo blijkt uit onderzoek¹ dat een fundamentele index die jaarlijks in maart wordt geherbalanceerd 10% outperformance liet zien in 2009, terwijl een fundamentele index die jaarlijks in september wordt geherbalanceerd in hetzelfde jaar juist een lichte underperformance vertoonde. Beleggers dienen zichzelf na het lezen van dit boek dus niet alleen de vraag te stellen of ze overtuigd zijn van de merites van fundamentele indices, maar ook goed na te denken over de potentiële valkuilen van deze beleggingsaanpak en hoe daar mee om te gaan.

Noot

¹ Blitz, van der Grient & van Vliet (2010), Fundamental Indexation: Rebalancing Assumptions and Performance, Journal of Index Investing, Vol. 1, No. 2, pp. 82-88