

# Concentreren of herbalanceren?

**Terwijl aandelenindices nieuwe recordhoogtes bereiken, neemt slechts een beperkt aantal aandelen het grootste deel van de rendementen voor hun rekening. Staat het herbalanceren naar een gelijkgewogen portefeuille of index daarmee gelijk aan het gooien van goed geld naar kwaad geld?**

In 2023 werd de Amerikaanse aandelenmarkt gedomineerd door de Magnificent Seven en medio mei dit jaar vertegenwoordigde de top 10 aandelen van de S&P 500, gemeten naar beurswaarde, ongeveer 33,4% van de totale S&P 500. In het verleden werd een periode met een sterke stijging van de concentratie op de aandelenmarkt altijd gevolgd door een reversal, een periode waarin de gelijkgewogen S&P 500-index beter presteerde dan de naar marktkapitalisatie gewogen index. In 2024 doet deze ommekeer zich nog niet voor, want de gelijkgewogen S&P 500-index bleef nog steeds fors achter.

De huidige marktconcentratie wordt gerechtvaardigd door fundamentele factoren: de dominante bedrijven van vandaag zijn veel winstgevender dan die tijdens de technologiezeepbel. De nettowinstmarge van de tien grootste bedrijven van de S&P 500 bedraagt nu 28%, tegenover 11% in 2000.

Een omslag in deze consistent betere bedrijfsresultaten is met de lancering van nieuwe AI-softwareproducten nog niet in zicht. De grote kapitaalinvesteringen die nodig zijn om de AI-infrastructuur uit te bouwen, laten de grote bedrijven winnen vanwege de enorme schaalvoordelen en hun mondiale exposure. Tenzij kleinere spelers het gat in de markt vinden en een bijzonder innovatieve toepassing op de markt brengen die disruptief uitwerkt op het verdienmodel van de grootmachten.

De sterke bedrijfsresultaten en beleggingsprestaties van de bedrijven met de hoogste marktwaarde versterken de verschuiving van beleggingen van actieve fondsen naar passieve fondsen. Het lijkt steeds moeilijker te worden om outperformance te realiseren. Welke fondsmanager durft nog een hogere weging aan te brengen dan de huidige weging van de grootmachten in de index? Microsoft, Apple en NVIDIA hebben ieder al een gewicht van meer dan 5% in de S&P 500. Fondsmanagers lopen tegen de diversificatieregels van toezichthouders zoals de SEC aan, of tegen de aandelen- of sectorlimieten van hun eigen risicomangers. De verschuiving van actief naar passief versterkt zo de concentratietrends. Maar is dat wel zo problematisch?

Diverse onderzoeken van professor Hendrik Bessembinder<sup>1</sup> tonen aan dat de overgrote meerderheid van de door hem onderzochte 28.114 individuele Amerikaanse aandelenrendementen over de periode 1926 tot 2022 op langere termijn achterbleef bij het gemiddelde rendement. De mate waarin de totale vermogensgroei te danken is aan een relatief gering aantal aandelen, de concentratie, is de afgelopen jaren alleen maar toegenomen. Het aantal goed presterende bedrijven, dat samen goed was voor de helft van de sinds 1926 totaal ontwikkelde vermogensgroei, daalde van 90 in 2016 tot 72 in 2022. De samengestelde langetermijnresultaten van individuele aandelenbeleggingen zijn statistisch dus zeker niet normaal verdeeld. Het is een forse uitdaging voor actieve fondsmanagers om aandelen van bedrijven te selecteren die tot deze uitblinkers behoren. De uitkomsten van de onderzoeken van Bessembinder lijken te impliceren dat het herbalanceren van de beleggingsresultaten van de uitschieters naar een gelijkgewogen portefeuille of index gooien van goed geld naar kwaad geld is. De boodschap die ik uit Bessembinder's onderzoeken haal is: 'Let your profits run!' ■



Door

**Wim Zwanenburg,**  
Beleggingsstrateeg van  
Stroeve Lemberger,  
geschreven op  
persoonlijke titel.

<sup>1</sup> Prof. Hendrik Bessembinder, Shareholder Wealth Enhancement, 1926 to 2022, SSRN-id4448099