

De toegevoegde waarden van een private banker

EDZARD VAN CITTERS

Naar aanleiding van het proefschrift 'Een kwestie van vertrouwen' van Dr. Tom Loonen werd donderdag 28 september een congres in de Beurs van Berlage te Amsterdam gehouden over het effect van de zorgplicht op de beleggingsadvisering. Natuurlijk werden hier opnieuw de hoofdlijnen van het proefschrift gepresenteerd. Belangrijkste conclusie hieruit is dat er door alle toegenomen regelgeving een zorgplichtimpasse is ontstaan waarbij enerzijds getracht wordt de belangen van de particuliere belegger te beschermen door strikt de letter van de regels te volgen terwijl anderzijds de beleggingadviseurs gestimuleerd worden om een zo hoog mogelijk economisch voordeel te behalen op dezelfde particuliere belegger. De vraag is of het resultaat voor de cliënt niet belangrijker is dan het resultaat op de cliënt.

Het grote aantal bezoekers op het seminar was een redelijke afspiegeling van private banking Nederland. Aan hen werd gevraagd hoe nu om te gaan met deze problematiek. Dit ingezonden stuk is een eerste poging daartoe.

De toegenomen regelgeving heeft in de afgelopen jaren bij veel beleggers geleid tot extra munitie om te klagen over de dienstverlening van hun vermogensbeheerder. Dit heeft met name bij grotere financiële instellingen tot verkrampd gedrag geleid, waarbij cliënten standaard risicoprofielen worden aangemeten met de daarbij behorende standaard portefeuilles. De verschillende bedieningsconcepten die daarbij passen worden centraal aangestuurd en de mogelijkheid om hier van af te wijken of flexibel te opereren in bepaalde marktomstandigheden zijn in de praktijk zeer beperkt. Van het noodzakelijke en door cliënten gewenste maatwerkprofiel en maatwerk beleggingsbeleid dat aansluit bij het 'know your customer'-beginsel is vaak helaas niet langer sprake.

Enige vorm van vrijheid om creatief en autonoom te handelen binnen de door die financiële instelling gestelde grenzen is weldegelijk mogelijk met inachtneming van de zorgplichtregels. Dit kan echter alleen indien de private banker (adviseur en/of vermogensbeheerder) ruim voldoende ervaring en kennis bezit. De door Tom Loonen gegeven aanbeveling om of te professionaliseren of van de private banker een simpele verkoper te maken, lijkt mij dan ook volstrekt juist. Kiest men bij gebrek aan (vertrouwen in) professionals toch voor de private banker als verkoper dan zal het centraal aangestuurde beleggingsbeleid wel perfect op orde moeten zijn. Zo'n centraal beleggingsteam dient te bestaan uit een team mensen met tenminste meer dan 10 jaar werkelijke beleggingservaring die bij voorkeur meerdere beleggingscycli hebben meegemaakt.

Dr Jaap Koelewijn had, als laatste spreker op het seminar, een aanbeveling van een hele andere orde. De adviseur zou zich in zijn ogen niet meer bezig moeten houden met het adviseren van aandelen omdat deze geen enkele voorspellende waarde heeft bij zijn beleggingsadviezen. De adviseur zou zich voornamelijk moeten beperken tot het verschaffen van inzicht in de risicorendementsverhoudingen en het creëren van overzicht op de kapitaalmarkten. Op deze kernpunten heeft Koelewijn gelijk maar het gaat wel een stuk verder dan dat.

Zeer veel aandacht gaat inderdaad uit naar het voorspellen van de markt. Deze voorspellingen nemen meestal een centrale plaats in het beleggingsproces in terwijl vele onderzoeken steeds weer aantonen dat beleggers e.a. waardeloos zijn in het maken van voorspellingen. Na bestudering van dit fenomeen kun je vaststellen dat een juiste (macro) economische voorspelling op toeval berust. Een goede vermogensbeheerder maakt zijn cliënt duidelijk dat op dit vlak nauwelijks waarde kan worden toegevoegd.

Het lijkt zinvol en is naar mijn mening ook uiterst boeiend de dagelijkse nieuwsstroom met financiële analyses en voorspellingen tot je te nemen. De ervaring leert dat de cliënt het ook prettig vindt om hierover te praten met zijn adviseur (in de rol als entertainer) maar waarde toevoegen doet het nauwelijks. De vraag is echter waarom analisten, economen, strategen en vermogensbeheerders blijven doorgaan met het maken en volgen van voorspellingen ondanks de magere resultaten.

Ondanks alle informatie die we dagelijks tot ons nemen, blijkt het zinloos om voorspellingen te doen of te volgen. Wel is het waardevol om voorstellingen of scenario's te maken van de toekomst. Met welke (extreme) scenario's dienen we rekening te houden en wat voor effecten kan dit hebben op een portefeuille. Aan een bepaald scenario kan men een hogere waarschijnlijkheid toekennen en daar in het beleggingsbeleid rekening mee houden. Komt een scenario niet uit dan dient een ander scenario in werking te treden.

De jaren negentig werden gekenmerkt door een almaar dalende rente en stijgende aandelenkoersen met als gevolg goede resultaten voor nagenoeg elke belegger. Veel vermogensbeheerders hebben langdurig van dit positieve klimaat kunnen profiteren zonder dat ze zich daarvoor werkelijk dienden te onderscheiden. Feitelijk, zo bleek soms pijnlijk achteraf, was bij een aantal beheerders niet of nauwelijks sprake van toegevoegde waarde bij de advisering of het beheer van vermogens. Van een goede inventarisatie, een gedegen structurering, een juiste spreiding van het vermogen en werkelijk inzicht in de risico's van een portefeuille was regelmatig onvoldoende sprake.

De Moderne Portefeuille Theorie dicteert het belang van een strategische asset allocatie van het belegbaar vermogen. Dat wil zeggen de verdeling van het vermogen over de verschillende beleggingscategorieën; aandelen, obligaties en liquiditeiten. Vrijwel alle beleggingsexperts zijn het er over eens dat op lange termijn het kiezen van een goede asset allocatie veruit de belangrijkste beslissing is. Bijna 80% van het rendement wordt op termijn bepaald door de asset mix. Circa 15% wordt bepaald door een goede allocatie over regio's en specifieke beleggingsstijlen en slechts 5% door de keuze van goede aandelen.

Naast het beoogde rendement zijn de cashflowbehoefte en de emotie van de cliënt minstens zo bepalend voor een juiste verdeling over de beleggingscategorieën.

Het opbouwen van de beleggingsportefeuille dient zo efficiënt mogelijk te gebeuren zodat je maximale beleggingskwaliteit krijgt tegen minimale kosten. In efficiënte markten levert actief beheer geen bovengemiddeld rendement op lange termijn en is passief beheer raadzaam.

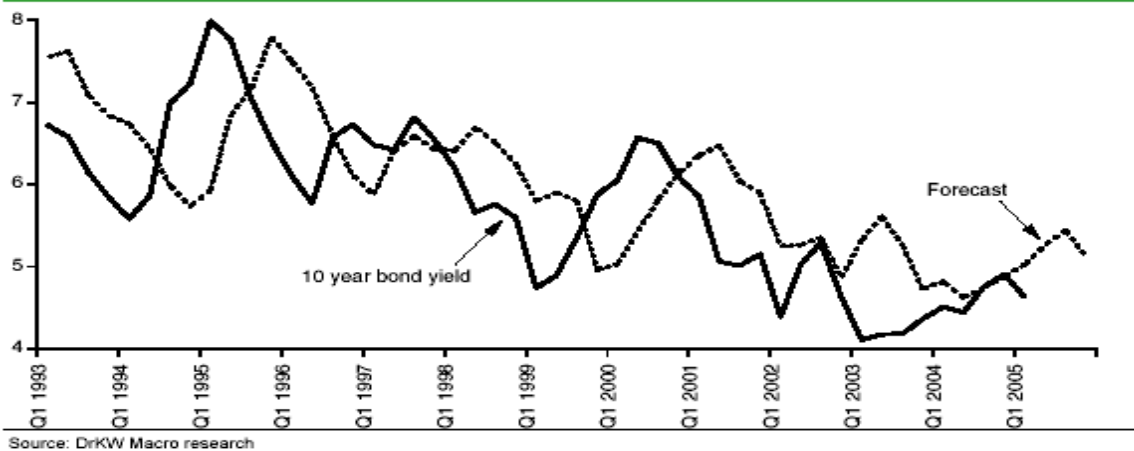
Toch kan het ook in efficiënte markten zinvol zijn voor actief management te kiezen. Dat kan het geval zijn als dat beleggingsfonds op langere termijn toch een gunstiger risico-rendementsprofiel heeft dan de index en daarmee toch bij de uitzonderingen blijkt te horen. In minder transparante en minder efficiënte beleggingen (zoals beleggingen in opkomende markten, small caps, hedge funds of private equity) heeft het veel meer zin om op zoek te gaan naar de beste (actieve) managers. Die zoektocht moet weer niet per definitie leiden naar eigen producten.

Een ervaren vermogensbeheerder voegt waarde toe door te bepalen hoe en welke doelstellingen dienen te worden gerealiseerd, door vast te stellen welk risico iemand daarbij kan en wil lopen met de daaruit voortvloeiende verdeling over de beleggingscategorieën. Hij dient de volledige regie te voeren over het vermogen inclusief de selectie van actieve en passieve beleggingen.

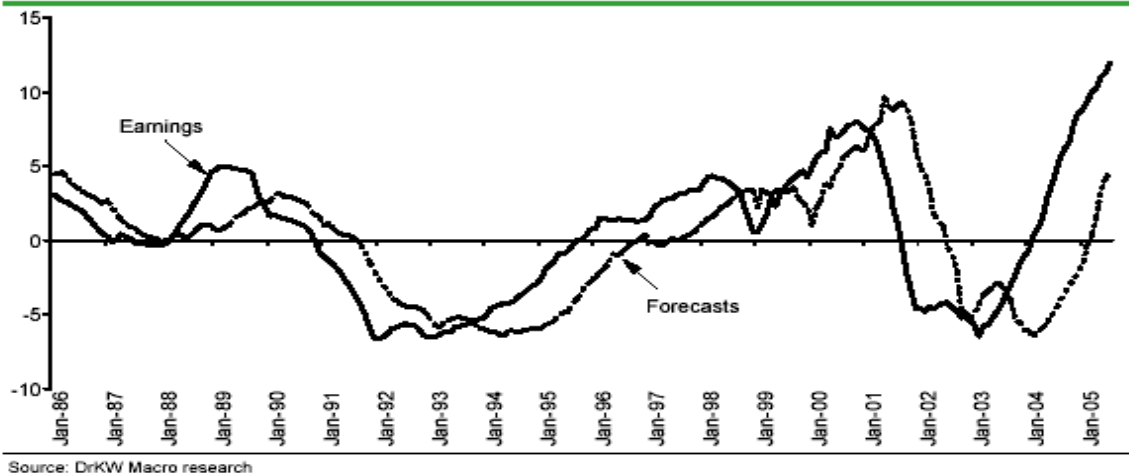
De private banker die bovenstaande aspecten goed beheerst en weet toe te passen, is van grote toegevoegde waarde voor zijn cliënt.

BIJLAGE

Consensus one year ahead bond yield forecasts and reality (%)



Analysts lag reality (Operating earnings and forecasts, deviations from trend, \$/Sh)



In een rapport van Dredner Kleinwort Wasserstein worden pijnlijk een zevental zwakheden bloot gelegd van het beleggingsproces van de gemiddelde analist of vermogensbeheerder. De belangrijkste zwakte is dat voorspellingen meestal een centrale plaats innemen in het beleggingsproces terwijl vele bewijzen aantonen dat beleggers waardeloos zijn in het maken van voorspellingen. Na bestudering van dit fenomeen kun je vaststellen dat een goede (macro) economische voorspelling louter op toeval berust. Een belangrijk gegeven. Belangrijk om te realiseren dat daar niet de toegevoegde waarde van vermogensbeheer ligt.

Ondanks de slechte resultaten blijkt dat 75% van de door Dresdner onderzochte fundmanagers denkt dat ze bovengemiddeld zijn in hun voorspellingen. Het maakt daarbij niet uit of het nu gaat om het voorspellen van aandelen, de hoogte van de rente, winstvoorspellingen of de hoogte van indices. Onderstaande grafiek toont bijvoorbeeld voorspellingen van de 10 jaarsrente. Met enige vertraging wordt steeds voorspeld wat feitelijk al enige tijd gaande is.

Niet alleen blijken de voorspellers slecht te zijn om de hoogte van de rente juist te 'raden', ook heeft men moeite de juiste richting aan te geven. De grafiek laat zien dat wanneer een rentestijging werd voorspeld deze in 55% van de tijd juist daalde.

Verontrustend is het dat voorspellingen van analisten over de winstgevendheid van bedrijven vaak serieuzer bekeken worden dan macrovoorspellingen (zoals de rente hierboven). Want ook hier blijkt dat de voorspellers heel goed zijn in het (met vertraging) aangeven wat feitelijk net gebeurd is maar niet wat in de toekomst gaat gebeuren.