

De **evolutie** in het beleggingsvak

Het beroep van beleggingsprofessional is meer dan ooit in ontwikkeling. Maar hoe ontwikkelt het zich de komende jaren? Wat betekenen deze ontwikkelingen voor de kennis en kunde die de belegger en adviseur in huis moet hebben? Deze bijdrage plaatst de VBA opleiding in een breder perspectief en kijkt vooruit naar de verdere ontwikkeling hiervan.

Auteur
Alfred Slager¹

Wortels

Elke ontwikkeling heeft zijn begin. Nederland kan zich bogen op de oprichting van de eerste aandelenbeurs ter wereld, maar de eer de eerste aandelenbeleggingsanalist te zijn is misschien toch voorbehouden aan de Amerikaan Benjamin Graham. Ruim honderd jaar geleden was hij als jongste bediende werkzaam bij een effectenkantoor. Betrokkenheid in de grote oorlog was nog ver weg; de belangrijkste handel en analyse richtten zich op de talrijke spoorwegenobligaties. Aandelen werden als zeer speculatief gezien, een domein voor gokkers. Benjamin Graham zag dat anders. Het was vooral een onontgonnen beleggingsmogelijkheid dat een structurele analyse en benadering nodig had. Hij mocht in zijn kantoor doorverhuizen naar de zogenaamde “statistici”, de verzamelaars van data voor analyses, en richtte vervolgens zijn pijlen op het ontginnen van deze nieuwe beleggingscategorie. Het geduld betaalt zich uit als na de Eerste Wereldoorlog de beurs in zwang raakt. Statistici worden omgedoopt tot beleggingsanalist. Met boeken als de “Intelligent Investor” legt Benjamin Graham de basis voor de beleggingsanalyse, en blijft hij tot aan de dag van vandaag beleggers als Warren Buffet of vermogensbeheerders als GMO inspireren.

De VBA wordt in 1961 opgericht, in een periode dat de effectenmarkten en aandelenanalyse in de startblokken stonden om verder te professionaliseren. Werkzaam zijn in de effectenmarkten betekent dan vooral het diepgaand analyseren van de organisatie achter de lening of het aandeel. Dit ambacht – het analyseren van jaarverslagen, sectorrapporten, praten met de ondernemingsleiding om een gevoel te krijgen van de hardheid van de gegevens – bepaalt het curriculum van de VBA opleiding vanaf eind jaren 70. Namen als Benjamin Graham of Paul Samuelson voor het macro-economische perspectief blijven bepalend. In de coulissen wordt echter hard gewerkt aan de doorbraak van het portefeuillemanagement, waarbij de constructie en

samenhang van de beleggingen in de portefeuille vaak belangrijker zijn dan de onderliggende beleggingen zelf. De canon wordt verder uitgebreid met Markowitz, Sharpe, Fama, Ross en Lintner.



Veranderingen

De verandering, misschien zelfs als paradox te benoemen, wordt duidelijk zichtbaar in het werkveld van de beleggingsanalist. De focus lag aanvankelijk op een zorgvuldige, van de grond af opgebouwde analyse van de beleggingen waar vervolgens met prudente ervaringsfeiten (niet alle eieren in één mandje) een portefeuille voor de klant werd samengesteld. Naarmate door deregulering en innovatie meer beleggingsmogelijkheden worden gecreëerd, verschuift de relatieve focus van de analyse naar de portefeuilleconstructie, geholpen door studies naar performance- en risicoattributie halverwege jaren '80. Sommige keuzes blijken belangrijker dan andere. Zo wordt de portefeuille steeds meer van bovenaf geconstrueerd, al is het alleen maar om de ontwikkelingen het hoofd te bieden en overzicht te houden.

Binnen de VBA gaan we spreken over de beleggingsprofessional in plaats van de beleggingsanalist om de verbreding van het vakgebied aan te geven. In de VBA opleiding komt dit naar boven door de natuurlijk gegroeide combinatie van fundamentele analyse, financierings- en beleggingstheorie, en gedragseconomie.

Halverwege jaren '90 vindt de volgende verandering plaats. Het begint duidelijk te worden dat de beleggings- en financieringstheorie een aantal normatieve uitgangspunten heeft die niet stroken met beleggersgedrag. De gedragseconomie is in opkomst en maakt grote stappen, vooral door de experimentele onderzoeksaanpak uit de psychologie over te nemen. Onderzoek vindt plaats op het snijvlak van portefeuillemanagement en gedragseconomie door nieuwe maatstaven te ontwikkelen voor neerwaarts risico en deze te integreren in de portefeuilleconstructie.

Toekomst

In grote lijnen zijn daarmee de instrumenten beschreven die een vermogensbeheerder of adviseur in zijn toolbox vindt als hij het vakgebied betreedt en het curriculum van vermogensbeheeropleidingen volgt. Van een afstand gezien heeft de beleggingsleer een indrukwekkende ontwikkeling doorgemaakt. Maar is dat toekomstbestendig? Als we de financiële crisis van 2008 als vertrekpunt kiezen, dan wordt een aantal lijnen zichtbaar die zich in de toolbox waarschijnlijk zullen en moeten doorontwikkelen. Ik denk daarbij aan ethiek, terugkeer van de klassieke analyse, nadruk op theoretische bescheidenheid, en het enthousiasme voor praktijkoplossende problemen.

De eerste verwachte doorontwikkeling is dat de ethiek, altijd al een onderdeel van een grondige opleiding of permanente educatie geweest, belangrijker is dan ooit. Geld is niet neutraal, en kan niet als abstracte entiteit besproken worden. Werken in financiële markten betekent dat asymmetrie van informatie centraal staat: de beleggingsprofessional is de spil, intermediair, tussen particuliere klant of

pensioenfondsbestuur en de financiële markten. Die intermediatiefunctie levert veel spanningen op. Moet ik de klant op korte termijn zijn zin geven terwijl het hem lange termijn kan schaden, of hoe moet ik een raamwerk neerzetten dat koers houdt als de klant laveert tussen angst en hebzucht? De vertaalslag welke producten de klant helpen en welke ongewenste prikkels bevatten, stond en zal steeds centraler staan.

Nieuw in het debat is dat de informatieasymmetrie ook de andere kant op werkt, langs de lijnen die George Soros "reflexiviteit" noemt. Beslissingen zijn daarbij van invloed op de situatie, en veranderingen in de situatie zullen hun perceptie over de beslissingen doen wijzigen. De discussie over (top) beloningen in de financiële sector laat zien dat deze veranderende perceptie stelselmatig onderschat wordt. De ontwikkeling van inlevingsvermogen hiervoor zal belangrijker moeten worden.

De tweede doorontwikkeling is dat de klassieke fundamentele analyse weer terrein kan winnen, maar dan in een nieuw jasje. Het huidige canon van portfoliomanagement dwingt beleggers breed te beleggen, waarbij de selectie van titels ondergeschikt is. Dit is onbevredigend. Een deel van de financiële crisis valt namelijk te wijten aan het gebrek aan interesse in de onderliggende beleggingen. Alleen de rendement/risico inschatting was voldoende, hoe en door wie deze beleggingen tot stand kwamen of aangestuurd werden stond op het tweede plan. Meer interesse in de onderliggende beleggingen vertaalt zich vervolgens ook in meer betrokkenheid. De belegger is aandeelhouder en zal dit meer dan ooit inzetten voor het stimuleren van goed bestuur bij de onderneming. Meer betrokkenheid, door dialoog, analyse en portefeuille met (een bewust beperkt aantal) beleggingen, is goed voor onderneming, belegger en daarmee de economie. Maar ook intensief en tijdrovend. Wat betekent dit dan in de praktijk?

Dat de portefeuilles in de toekomst minder verschillende titels zullen hebben. Elke belegging zal een bewuste keuze zijn, een investering in een bedrijf met rendement als gevolg. Pensioenfondsen en vermogensbeheerders pionieren er al op kleine schaal mee; de vermogensbeheerder zal in de komende jaren eerder minder dan meer beleggingen volgen, maar dan wel weer intensief, en met de toolbox en middelen van nu. Een aantal andere ontwikkelingen, zoals het meewegen van ESG-criteria, wordt op die manier naadloos geïntegreerd; zij vormen de basis voor lange termijn waarderinganalyses.

De derde doorontwikkeling is dat de sector zelf nog een paar moeizame debatten te voeren heeft over zelfinzicht. Veel adviseurs zullen misschien verzuchten dat ze hier niet op wachten. Hebben ze met alle toenemende eisen dan niet al genoeg inzicht in de klant? En geeft de adviseur niet genoeg inzicht in zijn keuzes? Zeker, maar dit lokt ook een wedervraag uit. Wat drijft een adviseur of investment consultant in zijn adviseringsproces? Teruggrijpend op Soros,

mensen baseren hun beslissingen niet op de feitelijke toestand waarmee ze te maken hebben, maar op hun perceptie van de situatie. Dat klinkt misschien als een open deur, maar niet als je bedenkt hoeveel analisten en investeerders met een oprecht gevoel beweren dat ze hun beslissingen baseren op een rationele analyse van keiharde feiten. De gedrags-economie is net zo hard van toepassing op de vermogensbeheerders en adviseurs als op de klanten. Maar dit is tot nu toe onontgonnen terrein. Socrates dient zich aan in het curriculum van de vermogensbeheerder van de toekomst: ken u zelf – hoe kan iemand iets kennen, als hij zichzelf niet kent?

Een ander terrein voor zelfonderzoek is het tot vermoeiends toe klassieke debat over actief en passief beleggen. Met lede ogen wordt toegekeken hoe de beweging naar passief de infra- en onderzoeksstructuur in de Nederlandse beleggingssector uitholt en het vermogen naar goedkope, buitenlandse, vermogensbeheerders brengt. Academisch onderzoek helpt daarbij niet. Enerzijds draagt zij steeds nieuwe actieve beleggingsmogelijkheden aan, anderzijds laat dezelfde wetenschap zien dat ex-post de resultaten voor actief management over een brede meetlat gezien teleurstellend zijn. Hier is de vraag voor zelfonderzoek: waarom vallen we klanten lastig met een debat waar we zelf niet uitkomen, en hoe kan dit positief omgedraaid worden? Innovatie en ontwikkeling krijgen daarmee gaandeweg een nieuwe, positievere opdracht. Klassiek onderzoek naar anomalieën en alpha-strategieën om “over de meetlat” te springen gaat naar de achtergrond. De zoektocht naar nieuwe vormen van diversificatie komt nog sterker op, net als meer stabiliteit in de (persoonlijke) beleggingsbalans zonder teveel afbreuk te doen aan rendement en het slim incorporeren van gedragskenmerken in het beslissingsproces van zowel particuliere en institutionele beleggers.

De vierde doorontwikkeling, in het verlengde van het zelfinzicht, is dat de theorievorming die gedoed moet worden kritischer tegen het licht moet worden gehouden. Hypotheses die niet getoetst kunnen worden, of aannames die in het beleggingsvak als vanzelfsprekend worden gedoed, moeten vaker dan voorheen kritisch bevraagd worden. Beleggen is een fascinerend vakgebied, maar eerder een menswetenschap dan een kwantitatief vak. Er zijn geen vaste natuurwetenschappelijke constanten of relaties aan te ontlenen waarmee we kunnen voorspellen. Het is op zijn best een adaptieve wetenschap. Op het moment dat beleggers kennis vergaren of een beleggingskans zien, verandert daarmee de verwachte uitkomst. Dit is in de kern de reden dat veel beleggingsdebatten nooit een bevredigende uitkomst hebben en wat het vakgebied zo interessant maakt. De consequenties hiervan zijn alleen lastig te benoemen. Misschien is wel het belangrijkste dat wetenschapsfilosofie sterker terugkomt in het curriculum. Waarom ontstaat een theorie, hoe volgt daar een beleggingsstrategie uit, wat is de institutionele context en de levenscyclus die zo'n strategie misschien heeft? De vragen zullen veel meer op de voorgrond moeten staan en daarmee

recht doen aan de dynamiek van de financiële markten. Dit betekent echter dat permanente educatie nog belangrijker wordt. Strategieën wisselen zich immers in een steeds hoger tempo af, waardoor de levenscyclus van ideeën en strategieën ook steeds onder de loep moet worden genomen.

De vijfde doorontwikkeling is tenslotte dat het curriculum van de VBA-opleiding rekening houdt met de beleggingsprofessional van morgen. Het is geen verrassing te stellen dat de financiële sector krimpt. Of het te hard krimpt is een vraag voor een andere analyse. Gesteld zou echter kunnen worden dat de mensen die in de sector blijven werken waarschijnlijk vaker van disciplines wisselen binnen de vermogensbeheersector, en in de loop van hun carrière van bank naar verzekeraar of pensioenfonds gewisseld zijn, of van portefeuillemanager naar adviseur of risk officer. De onzekerheid die het met zich meebrengt is niet fijn, maar het vergroot wel de “employability” van de vermogensbeheerders en adviseurs. Niet waar men werkt is van belang, maar rond welk(e) financiële intermediatiefuncties heeft men zijn of haar kennis en kunde georganiseerd? Een financiële instelling verandert regelmatig van vorm, en misschien sneller dan ooit. Maar de functies die het uitvoert (poolen van assets voor schaalvoordelen, transformatie over tijd en geografie, het risicomangement als gevolg van deze transformatie, prijsvormer in de financiële markten, en het mitigeren van informatie asymmetrie tussen klant en financiële partijen), blijven verbazingwekkend constant. Deze ontwikkeling is duidelijk zichtbaar in de standaardisatie en “ontbundelings” trends. Het standaardiseren met modelportefeuilles betekent dat de transformatie en mitigeren van informatie asymmetrie centraal staat. De ontwikkeling van peer-to-peer platformen betekent dat het poolen van assets voor schaalvoordelen op nieuwe manieren wordt uitgeprobeerd. De vermogensbeheerder en adviseur zal zichzelf vaker opnieuw vinden en tegelijkertijd qua sterke punten verrassend constant zijn.

Het beroep van beleggingsprofessional is daarmee “full circle”. De omstandigheden blijven zeker uitdagend. Maar de inhoudelijke drijfveren die de eerste analisten dreven blijven overeind, zoals nieuwsgierigheid om nieuwe mogelijkheden te onderzoeken, en de toepassing van onderzoek. Daardoor is er de komende jaren meer dan interessant werk te doen is voor wetenschappers, praktijkmensen en docenten. ■

Literatuur

- Graham, Benjamin, 1949, *The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing. A Book of Practical Counsel*, Versie 2006: HarperBusiness.
- Soros, George, 1987, *The Alchemy of Finance*, Simon & Schuster.

Noot

- 1 Prof.dr. Alfred Slager RBA, Professor of Pension Fund Management, TiasNimbas Business School, Tilburg University en voorzitter VBA. Dit artikel is gedeeltelijk gebaseerd op de bijdrage in de afscheidsbundel van prof.dr. Robert van der Meer als hoogleraar Institutional Investment Management aan de Rijksuniversiteit van Groningen.