

## Vermogensbeheer in theorie en praktijk

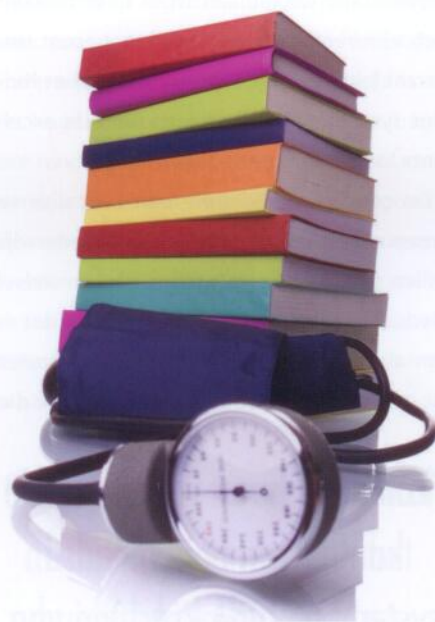
Aan portefeuillebeheer wordt op universiteiten veel aandacht besteed. Het is voor toekomstige asset managers van belang te weten hoe een efficiënte portefeuille opgebouwd moet worden om een optimale verdeling te creëren tussen het te nemen risico en het te verwachten rendement. **Tekst** Drs.

R.C.N. Abma (CMT)\*

Jaren aan studie worden in de praktijk gebracht bij een vermogensbeheerder. Een in 2007 afgestudeerde asset manager zag zijn efficiënt opgebouwde cliënten portefeuilles rendement gedurende 2008 flink in waarde dalen. Het portefeuillerisico bleek in 2008 vele malen groter dan het vooraf berekende theoretische risico. Niet voor niets verloren defensieve portefeuilles van veel grote Nederlandse vermogensbeheerders 30 tot 40 procent van hun waarde. Een defensieve portefeuille heeft als rendementsdoelstelling ongeveer netto 6 procent op jaarbasis. Indien we een 3 standaarddeviatie stress-scenario voor een defensieve portefeuille uitvoeren dan komt het worst case risico uit op circa 18 procent.

Een stresstest omvat enkele grote uitschieters op verschillende risicogebieden. De staatsrente over de gehele rente curve stijgt bijvoorbeeld parallel met enkele procenten in een jaar. De kredietopslag voor bedrijfsleningen neemt een aantal procent toe in een jaar. Dus in plaats van een 10 jaars Akzo Nobel lening op 5% rente wordt hier in korte tijd 8% voor verkregen. Beide verschuivingen hebben een belangrijk negatieve invloed op de obligatiekoersen. Ook dalen de aandelenkoersen in een stresstest aanzienlijk.

Wanneer we zowel de rente flink laten stijgen, kredietopslagen verhogen en aandelen laten kelderen zou een defensieve portefeuille in theorie ongeveer 18% in waarde



dalen. De theorie week hierin aanzienlijk af van de praktijk. Het theoretisch risico was in defensieve portefeuilles groter dan in de praktijk door vermogensbeheerders werd aangenomen. Waar kwam dit extra risico vandaan?

Na een onderzoek binnen defensieve portefeuilles van diverse vermogensbeheerders komt naar voren dat de portefeuilles veelal waren opgebouwd met illiquide leningen. Een voorname reden om in illiquide leningen te beleggen is de extra rente opslag. De vraag die we dan kunnen stellen: waarom

worden defensieve portefeuilles zo illiquide belegd? Een belangrijke reden hiervoor is dat de kosten c.q. provisies gemakkelijker doorgerekend kunnen worden. Bij illiquide leningen zijn kosten als retourprovisie, 'kick-back' - en plaatsingsvergoedingen verwerkt. Deze kosten variëren jaarlijks tussen de 2 en 5 procent. Het wordt dan snel duidelijk waarom defensieve portefeuilles risico's vertoonden die kenmerkend zijn voor offensieve portefeuilles. Om een netto rendement van 6 procent te genereren moet er een bruto rendementstreven zijn van 8 tot 11 procent.

Voeren we een stresstest uit voor deze rendementsdoelstelling dan gaan we richting een theoretisch risico van 30 procent. Nog steeds wordt daarmee niet al het praktijk risico van 2008 verklaard maar het is wel een belangrijk onderdeel hierin. Voor beleggers en toekomstige asset managers is het belangrijk om portefeuilles te vrijwaren van dergelijke verborgen provisies. Het vak is ten slotte het beheren van vermogen, niet het afkalven ervan.

Gelukkig is de Autoriteit Financiële Markten (AFM) al bezig met nieuwe regelgeving omtrent het opnemen van dergelijke kosten in beheerde portefeuilles en het transparant hiervan maken richting cliënten. Vooralsnog is dit op vrijwillige basis en hopelijk op korte termijn ook verplichte kost.

\* Richard Abma is werkzaam bij OHV Vermogensbeheer als Asset Manager. Hij schreef dit artikel op persoonlijke titel.