

Michael Damm over benchmarks: Benchmarks mogen het gewenste beleid niet verstikken

—
Auteur

Jaap Koelewijn

Michael Damm is hoogleraar risk management aan de Vrije Universiteit te Amsterdam. Daarnaast is hij CIO van UBS Nederland. In die hoedanigheid is hij verantwoordelijk voor het beleggingsbeleid en deelverantwoordelijk voor het risicobeheer. Omdat hij zowel in de praktijk als de toegepaste wetenschap actief is, voerde het VBA journal een gesprek met hem over het gebruik van benchmarks. Tijdens het gesprek wordt duidelijk dat hij een grote passie voor beleggen heeft, maar zich ook zeer kritisch opstelt tegenover mechanische beleggingsprocessen. Hij heeft oog voor het menselijk gedrag als belangrijke factor bij het nemen van beslissingen. We spraken met hem over benchmarks, het gedrag van beleggers en de toekomst van de sector.

Kun je uitleggen wat benchmarks zijn?

Benchmarks zijn door idealiter onafhankelijke partijen samengestelde en bijgehouden mandjes van gelijksoortige beleggingen. Het waardeverloop van die mandjes geeft een indicatie van het risico en het rendement en daarmee het karakter van de onderliggende markt. Om dit beeld van een markt objectief te kunnen bieden, moeten benchmarks transparant zijn. Het verloop van de waarde, de berekening ervan en het verloop van de inhoud moet te volgen zijn voor beleggers.

In de afgelopen jaren is ‘de benchmark’ tot een containerbegrip verworden dat te pas en te onpas door beleggers, toezichthouders en klanten wordt gebruikt om hun mening over het risico en



Michael Damm

rendement van een portefeuille kracht bij te zetten. Hierbij wordt gemakshalve vaak vergeten dat er meer informatie, ook kwalitatieve, nodig is om dit gewenste inzicht in risico en rendement te krijgen. En erger, misschien nog is de gedachte dat de index ‘gratis’ te koop is met behulp van index trackers, wat allebei onjuist is.

Als je goed wilt snappen waarom een benchmark is zoals hij is, dan zou je eigenlijk moeten teruggaan naar het ontstaan van de eerste indexen. Eigenlijk is de Dow Jones de eerste index die ontwikkeld werd. Men was op zoek naar een goede indicator van de waarde en het sentiment van ‘de’ New Yorkse aandelenbeurs. De Dow was een poging om deze te representeren. Daarmee wordt gelijk ook duidelijk wat de zwakte van een index is. Je neemt een klein aantal aandelen en die zouden dan het karakter van een deel van het universum representeren. Deze benadering is uiteraard heel beperkt. Maar, zoals zo vaak, bepaalt de oergedachte bij een begrip hoe het tot in lengte van jaren wordt gebruikt, ook als de wereld ondertussen is veranderd.

In de praktijk zie je dat de representativiteit van deze index niet altijd heel groot is, zeker niet als je de index als een constante indicatie voor het karakter van ‘de’ markt wilt gebruiken. De index wijzigt immers bij voortduring van samenstelling. Ook het universum wijzigt voortdurend. Er komen nieuwe sectoren bij en er ontstaan ook nieuwe markten. Een index is daardoor niet meer of minder dan een hulpmiddel om het verloop van de waarde van een groep aandelen te weerspiegelen. Daarmee vang je echter niet het hele universum of ‘de markt’. Het is ook belangrijk een benchmark te bepalen die overeenkomt met het beleggingsbeleid dat je wil voeren. En dat moet meestal met meerdere indices. Als je een op zich goed beleid voert, maar daar een verkeerde benchmark bij kiest, dan kan dat leiden tot de verkeerde conclusies.

Verder moet je uiteraard niet uit het oog verliezen dat als je belegt volgens een benchmark er altijd sprake is van het meten van een relatieve performance. Dat zegt nog niets over de absolute performance. Ik vind dat we dit niet uit het oog moeten verliezen. Een pensioenfonds belegt met het doel om op de lange termijn een absoluut rendement te behalen. De verschillende beheerders mikken echter op het verslaan van ‘hun’ benchmark omdat ze daarvoor beloofd worden. Wat resulteert is een situatie dat een belegger de index verslaat maar het doel van de portefeuille is niet behaalt. Probleem hierbij is dat een portefeuille vaak veel lagen kent, zoals regio’s, asset klassen, valuta soorten, managers en hun strategieën en dat het moeilijk is om het beleid op al deze fronten consistent te laten zijn en blijven. Het gaat daarbij om het totaalresultaat en minder om het succes van elk van de delen.

Al met al is een benchmark dus een vrij willekeurige maatstaf, die doorlopend aan veranderingen onderhevig is. Dat kan leiden tot een vorm van

schijnzekerheid bij beleggers. Kijk maar eens wat er met obligatiebenchmarks is gebeurd. Veel obligatiebeleggers hadden een Euroland EGBI index als maatstaf. Achterliggende gedachte: overheden zijn kredietwaardig en dus zeker. Daarin zaten ook landen als Griekenland, Italië en Spanje. Die hadden weliswaar een hoge rating, maar we konden ons in redelijkheid afvragen of die ratings wel terecht waren. Dat nam niet weg dat veel beleggers toch bleven vasthouden aan de benchmark, ook toen de puinhoop duidelijk werd. Als ze actief hadden nagedacht over de veranderingen in de risico’s van de beleggingscategorie dan hadden ze hun belang mogelijk veel eerder gereduceerd. Het probleem was alleen dat ze niet eerder konden of durfden te handelen omdat ze daarmee teveel af zouden gaan wijken van de benchmark. Als je niet beloofd of uitgedaagd wordt om na te denken maar om simpelweg te volgen, dan komt dat de kwaliteit van het resultaat niet ten goede.

Stel dat ze dat wel gedaan zouden hebben, dan hadden ze een probleem gehad met risicomangement omdat hun tracking error te hoog zou worden.

Ja, maar als jij je blindstaart op richtlijnen zonder je af te vragen of die wel voldoen dan heb je pas echt een probleem. In het geval van nadenken praat je over risicomangement, in het tweede geval ben je achteraf aan het crisis managen. Maar inderdaad, een belegger die een eigen koers vaart, loopt raar genoeg het risico in de ogen van zijn mandaatgever teveel risico te nemen. En dit terwijl hij eigenlijk prudent handelt maar alleen in de problemen komt met de richtgetallen die hij heeft meegekregen. De andere complicerende factor was in dit geval dat afwijken van de benchmark zou leiden tot het opgeven van absoluut rendement op de korte termijn.

Door al deze factoren wordt beleggen niet alleen heel kwantitatief gedreven, maar ook in sterke mate bepaald door risico-overwegingen.

Ik zeg daarmee niet dat ik dat fout vind, maar ik wil wel aangeven dat het toepassen van benchmarks kan leiden tot een ongewenste vorm van dwang. Een goede belegger zal zich in de eerste plaats moeten afvragen waarin hij wil beleggen. Wat zijn daarbij de factoren die risico en rendement opleveren. Hoe actief moet je daar voor zijn. Als deze keuzes zijn gemaakt dan kan hij bepalen hoe en waarin hij belegt. Uit dat proces kan uiteindelijk een benchmark resulteren en niet andersom. En anders dan in de praktijk het geval is moet je als belegger altijd bereid zijn om over die uitgangspunten te discussiëren. Want het gaat er niet om dat je je richtlijnen zo lang mogelijk onaangetast laat, het gaat erom dat je je portefeuille prudent en volgens de meest recente inzichten door de tijd loodst.

Ik zie in de praktijk vaak het omgekeerde. Beleggers en vooral beleggingscommissies kiezen een set benchmarks en gaan zich daarop richten. Beleggingsbureaucratie ten top. Een ander probleem wat hieraan is gerelateerd, is dat de strakke

risicokaders waarbinnen institutionele beleggers moeten opereren hen vaak dwingen procyclische beslissingen te nemen. Dat zie je nu bij pensioenfondsen gebeuren. Als hun dekkingsgraad daalt, dan zijn ze gedwongen om hun risico te reduceren. In een dalende markt leidt dat tot de verkoop van aandelen. Als de markt stijgt dan kopen ze weer bij. Vanuit een perspectief van risicobeheer is dat begrijpelijk, maar op de lange termijn verliest het fonds wel herstelkracht.

Wat is je visie op beleggen?

In de kern is het idee achter beleggen eigenlijk helemaal niet zo moeilijk. Beleggen is binnen risicokaders profiteren van wat er gebeurt in de reële economie. Dat gaat gepaard met schokken en verrassingen en daar moet je emotioneel en financieel tegen kunnen anders moet je het risico verminderen.

Misschien wat simpel gesteld, maar de keten “uitvinden, verbeteren, produceren, consumeren” is de bron van groei. Bedrijven maken winst en we hopen dat die winst op de lange termijn zal groeien en wordt uitgekeerd in dividend of dat er rente op obligaties mee wordt betaald. Het vermijden van ellende en het overleven van ‘morgen’ zijn hierbij noodzakelijk. Voor Dat klinkt uiteraard eenvoudiger dan het in werkelijkheid is. Beleggen is wat dat betreft een korte termijn visie en actie noodzakelijk om een lange termijn doelstelling te realiseren.

Het echte probleem met beleggen op economisch reële grondslagen is dat op de korte termijn de relatie tussen de waardering van de beleggingen en de reële waarde verstoord kan raken. Dat heeft alles te maken met het gedrag van mensen in het algemeen en beleggers in het bijzonder. Mensen kunnen soms jarenlang, terecht of onterecht, extreem optimistisch zijn en vervolgens weer langdurige perioden van somberheid doormaken. De omslag tussen die twee gemoedstoestanden is niet goed te voorspellen. Hierdoor kan de prijs die betaald wordt voor beleggingen lange tijd afwijken van de waarde op basis van onderliggende meer economische gegevens. En de markt kan langer irrationeel blijven dan de doorsnee belegger solvabel is (Keynes). Je kan natuurlijk ook op basis van ‘emoties’ sturen, maar dan ben je in mijn ogen meer bezig met speculeren. Niets mis mee, maar je wordt er horendol van en vooral voor institutionele beleggers is het ondoenlijk.

Wat de zaak overigens nog verergert is het gegeven dat beleggers, nadat een emotiebel is geknapt, (oprecht!) het idee hebben ‘dat dit toch door iedereen te voorzien is geweest’. Vervolgens wordt er beleid gemaakt dat is ingericht op het in de toekomst voorkomen van de zojuist opgetreden ellende. Een leger prepareert zich altijd op zijn vorige oorlog.

Dergelijke behavioural biases maken het moeilijk om consistent te beleggen op basis van een economische visie. Benchmarks zijn hierbij een extra complicerende factor; ze dwingen de beleggers om

op de korte termijn de waan van de dag te volgen en daarmee af te wijken van meer langetermijngedachten over kapitaalbehoud of gewenste uitkeringen.

Wat vind je van actieve benchmarks?

Ik weet niet of dit een echt goede ontwikkeling is. Feitelijk wordt een deel van de actieve beslissingen van de beheerder verlegd naar de partij die de benchmark samenstelt en bijhoudt. Het is daarmee een vorm van tactische asset allocatie geworden, maar dan door iemand aan wie je dat eigenlijk niet bewust gevraagd hebt. Daar zet ik vraagtekens bij. Als mandaatgever wil je weten wie welke beslissingen neemt en aan wie de performance toegerekend moet worden. Nu is dat onduidelijk. De klant zou kunnen denken dat er sprake is van een passief mandaat terwijl er in werkelijkheid actief wordt belegd. Ik vind dat het duidelijk moet zijn hoe de verantwoordelijkheden zijn toebedeeld.

De keuze voor actief dan wel passief beheer van vermogen is wel belangrijk. Ik zou deze discussie echter weg willen trekken bij deze termen ‘actief’ en ‘passief’. Die termen zijn wat gemakzuchtig, vergelijkbaar met het in een enkel getal willen uitdrukken van risico. Beter is exact te benoemen met welke beleggingsbeslissingen je rendement wilt gaan behalen en welke risico’s je daar wilt lopen. Marktrisico, tegenpartijrisico, operationele risico’s komen niet volledig tot uitdrukking in een benchmark getal. Actief of passief beleggen gaat veel en veel verder dan ‘het al dan niet volgen van een actieve of passieve index’.

Worden markten wispelturiger?

Als je naar de feiten kijkt, dan kun je niet anders doen dan vaststellen dat dit het geval is. Interessanter nog is te kijken waarom dit is. Dat hangt allereerst samen met de onderliggende economische onzekerheden van dit moment. Als er een risico bestaat dat de euro uit elkaar valt, dan zullen markten daarop gaan reageren. Of de onzekerheid dat Europese economieën en bedrijven niet meer zullen groeien, of dat de vergrijzing ons meer kost dan we kunnen betalen, et cetera. Dit zijn economische en sociale omstandigheden en die zijn altijd onzeker geweest.

Maar ik denk ook dat er een andere verklaring is die wellicht nog belangrijker is. Als ik het theoretisch uitdruk kan je stellen dat de perfectie, compleetheit en efficiëntie van markten is toegenomen.

Door de technologische voortgang zijn bijvoorbeeld de kosten van beurzen en andere handelsplatformen sterk afgenomen en de transactie efficiëntie verhoogd. Daarnaast zijn markten steeds meer geïntegreerd waardoor de toch al sterk toegenomen kapitaalsstromen in een korte tijd van markt naar markt / product naar product kunnen stromen. De hoeveelheid informatie die vandaag de dag beschikbaar komt is onvergelijkbaar veel groter dan wat er vroeger beschikbaar was zonder dat de kwaliteit zichtbaar is toegenomen. En door de grotere markt-

toegang kan informatie zeer snel worden omgezet in handel en handelsstromen. Hiermee is de tijd om na te denken verkort. Ik weet dat dit oubollig klinkt, maar vroeger ‘sliep je er nog eens een nachtje over’, om tot een besluit te komen. Als je nu niet direct reageert is de markt vertrokken en vraagt je buurman waarom je niet meebent.

Maar als je geen tijd meer krijgt om na te denken gaan mensen meer instinctief handelen en reageren op wat anderen doen. Bij het minste signaal van ‘gevaar’ wordt er dan gekocht en verkocht. Als het ‘gevaar’ signaal doorzet komt de menselijke kudde in beweging en is er geen houden meer aan. Benchmarks en het volgen van benchmarks helpen hier niet, voorzichtig gezegd. Als beleggers op benchmarks moeten sturen, volgen ze ‘de emotie van de markt’, ook als die de afgrond in gaat. Zo zijn ‘verbeteringen’ aan de marktstructuur een bron van onevenwicht.

Hoe zie je de toekomst van de financiële sector?

Het is duidelijk dat de sector het vertrouwen van het publiek kwijt is. De financiële sector wordt gewantouwd, ook de instellingen die het netjes hebben gedaan. Het terugwinnen van het vertrouwen kan jaren duren. En het is niet onterecht. Veel financiële instellingen hebben producten gemaakt die niet op het belang van de klant waren gericht maar op het vangen van provisies, er zijn transacties gepleegd die puur op omzetdraaien gericht waren en niet op de portefeuille van de klant, er is informatie achtergehouden over retourprovisies. Er is kortom geprofiteerd van de onwetendheid van de klant en dat is niet integer. Integriteit is het handelen in het belang van je klant, ook als hij het niet kan controleren of begrijpen. Zolang dat door de sector niet wordt ingezien verandert er niets. Dat moet je willen en dan geeft een regelkader of wetgeving, die toch vaak wat achter de feiten aanholt, echt niet de doorslag.

Omdat de sector nu zijn vertrouwen heeft verspeeld zullen eerst de diverse billen bloot moeten. De sector zal transparant moeten zijn over deze belangrijke zaken. In dat opzicht hebben we overigens al best veel vorderingen gemaakt, maar we zijn er nog niet.

Gaat het helpen?

Op de lange termijn wel, en openheid is de eerste noodzakelijk stap. Daarnaast speelt er nog een heel ander issue. De sector zal zich moeten afvragen of er nog wel een redelijke verhouding bestaat tussen ‘prijs en prestatie’.

Zo zijn de inkomens in de financiële sector nog steeds erg hoog. Er wordt het salaris van ‘risicodragers’ betaald aan mensen die goed beschouwd een functie hebben met ‘ambtenarenzekerheid’. Dit doet mij denken aan een uitspraak van mijn oude baas; ‘wie appelen vaart, die appelen eet’. De sector heeft zichzelf de afgelopen decennia goed bedacht. Als je de vergelijking maakt tussen de financiële sector en andere sectoren, dan verdienen we nog steeds heel goed. Je ziet nu gelukkig wel dat banken

en vermogensbeheerders bezig zijn met een grote efficiencyslag waarbij ook de loonkosten worden aanpakt en in relatie wordt gebracht met datgene wat aan risico gelopen wordt en wat er gepresteerd wordt.

Als financiële dienstverlener moet je daarvoor wel een product kunnen bieden waar de klanten iets aan hebben. Als je dat niet hebt, dan ben je als dienstverlener straks obsoleet en moet je verdwijnen. Dat is misschien nieuw voor de financiële sector, maar al jaren lang de gewoonste zaak van de wereld voor andere sectoren.

We zijn er nog niet?

Nee, om daadwerkelijk vertrouwen terug te winnen, zal de sector veel aandacht moeten schenken aan verbetering van de kwaliteit, transparantie en lagere kosten. We zullen ons moeten inspannen om state of the art te blijven. Opleiding, zoals de VBA opleiding en de VU Risk Management opleiding, is daar overigens een absolute noodzaak voor. Wat je bespaart op salarissen moet je voor een deel terugstoppen in opleiding en onderzoek. De toegevoegde waarde van de Nederlandse financiële sector zal moeten zitten zit in kwaliteit en niet in kwantiteit.

Prof. Dr. Michael Damm (1960) werkt sinds 1986 in de financiële sector en is even lang verbonden aan universiteiten als de RUG en de VU. Michael was aan de VU als betrokken bij de VBA opleiding aan de Vrije Universiteit. Samen met Tom Steenkamp heeft hij gewerkt aan de groei en ontwikkeling van de opleiding. In 2010 heeft Michael op verzoek van de VU de post graduate opleiding Risk Management for Financial Institutions opgezet. Interessant is dat de nodige VBA'ers zich intussen als student hebben aangemeld!

Na in de jaren negentig te hebben bijgedragen aan het opzetten van de afdelingen Asset Management en ALM / Risk Management van SNS Reaal is hij begin 2001 overgestapt naar het toenmalige VermogensGroep. Als CIO en verantwoordelijke voor HR en kwaliteitsmanagement heeft hij het bedrijf helpen groeien. In 2008 is vanuit VermogensGroep UBS Netherlands, later UBS Bank Netherlands opgericht, onderdeel van UBS AG. UBS Bank Netherlands is dienstverlener aan Institutionele Beleggers, Religieuze Instellingen, Stichtingen, Single Family Offices. Voor institutionele klanten wordt met name maatwerk beleggingsbeslissingsinformatie geleverd alsook monitoring service voor mandaten, fondsen et cetera.