

Een interview met de grondlegger van Fortis OBAM: Mr. J.G.A. baron Sirtema van Grovestins

Door drs. P. R. Stout: Ik ken u natuurlijk goed, maar de lezers misschien niet, dus wilt zich aan hen voorstellen? U bent een van de oprichters van Fortis OBAM.

Mr. J.G.A. baron Sirtema van Grovestins: Goed, OBAM is in 1936 opgericht en werd geleid door de firma Beels & Co., De Clercq R. Boon Hartsinck. Ik ben in 1953 bij de firma gekomen en heb in 1954 de beursgang van OBAM in Nederland verzorgd. Ik was toen de assistent van de fondsbeheerder. Het was mijn taak de portefeuille van OBAM samen te stellen en te beheren. De officiële beheerder was een oudere heer die toezicht hield, maar ik nam de beleggingsbeslissingen. Dat waren dus mijn eerste jaren bij OBAM. Daarna heb ik zo'n vijftien jaar de leiding over OBAM gehad. Mijn opvolger was de heer Soutendijk, die werd weer opgevolgd door de heer Kremer en in 1990 kreeg de heer Stout de leiding. In 1967 ben ik lid van het bestuur geworden en later ook bestuursvoorzitter, wat ik tot 1997 ben gebleven.

Stout: Als u op uw carrière terugkijkt, kunt u zich dan een beurscrisis herinneren die vergelijkbaar is met de huidige?

Van Grovestins: Ik ben tussen 1953 en 1998 actief geweest in portfoliobeleggingen en heb in die 45 jaar nooit een beurscrisis meegemaakt zoals die we op dit moment beleven. Het is overigens al de tweede dit decennium: de eerste was in 2001-2003, toen de Nederlandse beurs 70% daalde. In de huidige crisis is de AEX al 60% van zijn waarde verloren. In mijn werkende leven heb ik nooit een daling van meer dan 45% meegemaakt, niet in Nederland en ook niet in de VS.

Stout: Hoe zit het dan met de crash van oktober 1987?

Van Grovestins: Ja, de crash van 1987 heb ik wel meegemaakt. Maar die duurde slechts zes weken, van de dag van de crash zelf (19 oktober) tot het dieptepunt van de beurskoersen op 6 december. Dat is dus niet te vergelijken met wat er nu gebeurt. Het was procentueel gesproken natuurlijk een scherpe daling, maar toch niet meer dan 40%.

Stout: U bent in de jaren twintig geboren. Heeft u of uw familie last gehad van de Depressie in de jaren dertig?

Van Grovestins: Mijn vader was officier bij de cavalerie en mijn moeder kwam uit een ambtenarenfamilie. Zij waren allemaal in overheidsdienst en de toestand van de economie was dan ook niet hun grootste zorg. Zij hadden een salaris, weliswaar bescheiden, maar in ieder geval een salaris.

Ik herinner me dat mijn moeder in 1938, toen in München de oorlog was afgewend, tegen me zei: "Nu moet je al je geld van je spaarrekening halen en in aandelen beleggen." We zijn toen samen naar een Haagse bank gegaan en mijn moeder stapte direct naar een van de vennoten in de bank. Hij zei ons dat ik het beste in Unilever kon beleggen, omdat een voedingsmiddelenbedrijf veilig is. Mijn zeer bescheiden spaarkapitaal werd dus helemaal in aandelen Unilever gestoken. Mijn moeder zei toen: "Vanaf nu ga je elke avond in de krant de koers van het aandeel Unilever bijhouden." Het aandeel ging de laatste maanden van 1938 steeds omhoog, maar begon in 1939 te dalen door de groeiende angst dat de wereld op een oorlog afstevende. Maar ik ben hierdoor met de beurs in aanraking gekomen, dankzij mijn moeder.

Stout: Bent u door uw belangstelling voor de aandelenmarkten in het bankwezen terechtgekomen?

Van Grovestins: Ik had advocaat of bankier kunnen worden. In die tijd kreeg je bij een bank vanaf de eerste dag betaald, terwijl je als advocaat eerst stage moest lopen en de eerste jaren geen salaris ontving. Ik was erg kortzichtig en wilde meteen geld verdienen, en daarom koos ik voor de bank. Maar ik had al ervaring met aandelen, ziet u. Dat hadden toen maar heel weinig mensen, dus toen de bank ontdekte dat ik ervaring had met beleggen, kreeg ik meteen interessant werk. Dat pakte dus erg gunstig voor mij uit.

New York 1929





Berlijnse Muur 1966

Stout: U heeft in de jaren zestig enige tijd op Wall Street gewerkt – klopt het dat u een van de eerste Nederlanders op Wall Street was?

Van Grovestins: Ik werd in 1955 voor drie maanden als stagiair naar New York gestuurd. Daar hoorde ik voor het eerst iets over koers-winstverhoudingen. Dat was toen in Nederland nog helemaal geen gangbaar concept. Aandelen werden op basis van de dividendopbrengst gewaardeerd. Ik keek naar het dividend in relatie tot het uitkeringspercentage en de winst. Zo beheerde ik de portefeuille. En ik liep op dat moment voor op de rest, dankzij mijn stage in New York in 1955.

Stout: Hoe beheerde u uw portefeuille tijdens een beurscrisis?

Van Grovestins: Wel, om te beginnen deed ik het beheer van OBAM op een iets andere manier. Het was toen nog niet gewoon of zelfs verplicht om steeds 100% van het vermogen in aandelen te beleggen. Dus als zich donkere wolken samenpakten, dan liquideerde ik 20% van de portefeuille. Dan had ik 80% aandelen en 20% liquiditeiten, kortlopend schuld papier of deposito's, en daarmee kon ik de val enigszins dempen. Maar dat is nu niet meer zo.

Stout: Wat is volgens u de reden dat beleggingsfondsen nu beloven steeds het gehele vermogen in aandelen te beleggen?

Van Grovestins: Tussen 1966 en 1982 waren de aandelenbeurzen weliswaar uiterst volatiel maar boekten ze geen werkelijke vooruitgang. In die jaren loonde het de moeite om af en toe helemaal uit aandelen te stappen. Maar tussen 1982 en 2000 zijn de aandelenmarkten over de

hele wereld enorm gestegen. De Dow Jones is bijvoorbeeld van 1000 naar 13.000 punten gegaan. En dan werd je gestraft als je portefeuille voor 10-20% uit liquiditeiten bestond, omdat je qua rendement nooit kon concurreren met de fondsen die voor 100% waren belegd. Ik denk dat dat de reden is waarom de meeste beleggingsfondsen altijd volledig zijn belegd. Ik denk ook dat mensen daar nu misschien weer van terugkomen.

Tegenwoordig gebruiken dakfondsen beleggingsfondsen voor allocatiedoelinden. Bovendien zijn eindbeleggers tegenwoordig veel ervarener en spreiden ze hun portefeuille over verschillende beleggingscategorieën.

Stout: Vindt u de huidige markt erg deprimerend?

Van Grovestins: Ik vind de huidige markt inderdaad erg deprimerend, meer dan tijdens de vorige crisis. Vooral omdat de financiële fondsen zulke klappen hebben gekregen. Daar komt bij dat de koers-winstverhoudingen in 2000 veel te hoog waren, niet alleen die van technologiefondsen, maar van de hele markt. Vergeleken met toen waren de koersen in 2007 niet overdreven hoog. De koers-winstverhoudingen leken redelijk en de crisis kwam dus als een veel grotere schok. Maar toen ontdekten we wat er bij het management van de banken allemaal was misgegaan en hoeveel meer risico er was genomen, wat weer tot deleveraging heeft geleid. En dit proces van deleveraging is veel pijnlijker dan een gewone marktcorrectie die de koers-winstverhoudingen tot een redelijker niveau terugbrengt.

Stout: Denkt u dat de banken in de toekomst een andere rol moeten gaan spelen?

Van Grovestins: Ja, ik denk dat banken weer geleid moeten gaan worden op de manier waarop dat gebeurde toen ik nog portfolio manager was. In de jaren vijftig, zestig en zeventig werden banken veel voorzichtiger geleid. Toen had je natuurlijk nog niet al die optieregelingen en bonussen voor het management. Deze beloningsstructuren hebben de hebzucht van managers enorm aangewakkerd, waardoor ze steeds meer risico's zijn gaan nemen – met in het achterhoofd hun eigen voordeel en niet de soliditeit van de bank. Ik praat nu natuurlijk in algemene zin.

Stout: U bent in 1988 bij ABN vertrokken. Toen begonnen banken net met de ontwikkeling van 'geavanceerde producten', die uiteindelijk zo ingewikkeld werden dat niemand er nog iets van begreep.

Van Grovestins: ABN was een zeer behoudend geleide bank: de investment bank was niet erg belangrijk. Mijn bazen waren allemaal zeer conservatief in hun vermogensbeleid: ze keken eerst naar de risico's en dan pas naar de kansen. De afgelopen twintig jaar is het accent echter verschoven en zijn bankiers over de hele wereld vooral naar de kansen gaan kijken en hebben ze de risico's enigszins verwaarloosd. Dat gaat nu natuurlijk veranderen, al weet ik niet in hoeverre, maar ik denk dat men bij de hervorming van het financiële stelsel ook heel goed moet kijken naar de beloning van het management. Het management is namelijk enorm overbetaald – dat heeft tot alle hebzucht en het riskante gedrag geleid.

Stout: Overigens is het wel zo dat banken en verzekeraars altijd als de meest solide fondsen bekendstonden. Ze worden in Nederland niet voor niets weduwen-en-wezenfondsen genoemd: geschikt voor iedereen, je kunt er weinig op verliezen en ze leveren een redelijk rendement op. Maar ze bleken uiteindelijk de meest speculatieve en riskante fondsen van allemaal.

Van Grovestins: Dat is deels te wijten aan de nieuwe boekhoudregels die de banken verplichtten hun activa tegen de marktwaarde te waarderen. In het verleden waardeerden banken, maar vooral verzekeringsmaatschappijen, hun effecten altijd tegen kostprijs. Dus zelfs als ze een aandeel al dertig jaar hadden, stond het nog tegen kostprijs in de boeken. En als de cijfers dan eens tegenvielen, verkocht men enkele aandelen en streek een aardige winst op. Het gevolg was een uiterst stabiele resultaatontwikkeling. Maar nu moeten niet alleen alle aandelen tegen marktwaarde worden gewaardeerd, de dalingen op de aandelenbeurzen zijn ook veel groter dan vroeger. Dat levert een combinatie op van een in het algemeen toegenomen volatiliteit en een veel minder conservatieve manier van boekhouden, met nog meer volatiliteit als gevolg.

Ik ben een groot voorstander van een verandering in de mark-to-marketmethode van waardering. De regel is ingevoerd met als argument dat de balans zo transparant mogelijk moet zijn. Het effect is echter toegenomen volatiliteit in de aandelenkoersen van met name banken en verzekeringsmaatschappijen.

Stout: Denkt u dat deze crisis nog veel langer duurt?

Van Grovestins: Er zijn zo veel voorspellingen dat ik het niet zou kunnen zeggen. De beurs is in feite een voorspellend fenomeen dat probeert te voorzien welke kant de economie opgaat. Ik denk dat de aandelenbeurzen op dit moment rekening houden met een ernstige recessie, maar nog niet met een depressie. Want als we naar de huidige koersen kijken, dan is daarin niet zomaar een recessie, maar een zware recessie verdisconteerd. Zodra beleggers het idee krijgen dat het ergste achter de rug is, kunnen de koersen zich weer herstellen. Het is dus goed mogelijk dat de beurs in 2009 al een herstel laat zien, zelfs als de recessie het hele jaar aanhoudt, omdat de beurs altijd vooruit kijkt.

Als u me vraagt in welke fase van de cyclus we ons nu bevinden, dan zou ik zeggen dat we de fase van voortdurend stijgende grondstoffenprijzen inmiddels achter de rug hebben. De grondstoffenprijzen dalen en de inflatie dus ook. Nu de inflatie daalt, verlagen de centrale banken de rente. Ook zien we de rente op staatsleningen dalen, maar die op bedrijfsobligaties nog niet. Die moet dus eerst omlaag. Als dat gebeurt, is dat een teken dat het vertrouwen terugkomt. Maar die fase hebben we nog niet bereikt. In de daaropvolgende fase zien we dan de aandelenkoersen en de vastgoedprijzen stijgen. Het grote vraagteken is nu hoeveel maanden het duurt voordat de handel in aandelen en bedrijfsobligaties zich herstelt. Dat zou één maand kunnen zijn, maar het zou ook nog meerdere maanden kunnen duren.

Stout: Sommige regeringen hebben drastische maatregelen genomen om het financiële stelsel te steunen en hun economie te stimuleren. Denkt u dat dit de stemming verbetert?

Van Grovestins: Ja, regeringen hebben allerlei maatregelen genomen. Het is mogelijk dat de stemming onder de bevolking daardoor verbetert. Ik hoop het.



Stout: Waar zal de beurs zich volgens u het eerst herstellen?

Van Grovestins: In al mijn jaren als investment manager was het altijd zo dat de Nederlandse beurs, en dat geldt trouwens voor alle Europese beurzen, achter de VS aanloopt. Zij herstellen zich niet zelf, ze stijgen omdat New York sterk in de lift zit.

Dat komt doordat Amerikanen massaal beleggen in buitenlandse markten in Europa en het Verre Oosten. Als hun thuismarkt vervolgens instort, trekken ze hun geld uit het buitenland terug en investeren ze dit deels in de VS, in fondsen die naar hun idee zwaar ondergewaardeerd zijn. Dat is een van de redenen waarom de Amerikaanse markt zich als eerste herstelt: Europa en Azië hebben last van kapitaalvlucht naar de VS. Dat zien we nu ook gebeuren. De scherpe daling van de opkomende markten in Azië komt doordat Amerikaanse beleggers op grote schaal uitstappen.

Stout: Azië kampt nu al 27 weken lang, tot eind november, met een uitstroom van kapitaal. Het volgen van de kapitaalstromen is zeer belangrijk, maar betekent ook dat het hele idee van 'ontkoppeling' niet klopt, dat er helemaal geen sprake is van ontkoppeling.

Van Grovestins: Ik zou zeggen dat er sprake is van een tijdelijke ontkoppeling. Ik herinner me dat er in de jaren negentig ook werd gesproken over de ontkoppeling van economieën, maar toen duurde die ontkoppeling veel korter dan in dit decennium. De opkomende markten, vooral die in Azië, doen het al enkele jaren beter dan de ontwikkelde wereld. De ontkoppeling heeft veel langer geduurd, en je zou kunnen zeggen dat Fortis OBAM daardoor de afgelopen zo'n sterke outperformance heeft laten zien.

Stout: Welke veranderingen hebben er plaatsgevonden in het portfolio management sinds de tijd dat u daaraan leiding gaf aan OBAM?

Van Grovestins: Eerlijk gezegd pakte ik het veel minder professioneel aan dan nu gebeurt, want het vak heeft sinds mijn tijd een enorme ontwikkeling doorgemaakt. Ik was gewoon een praktische vent. Mijn belangrijkste criterium was fondsen kopen waarvan zowel de koers-winstverhouding als het risico onder het gemiddelde lagen. Het ging mij dus meer om risico's vermijden dan om risico's nemen. Ik denk dat Fortis OBAM nu méér risico's neemt dan het gemiddelde beleggingsfonds en dat heeft de afgelopen jaren, met uitzondering van 2002 en dit jaar, tot zeer goede resultaten geleid. Over het algemeen doet OBAM het beter dan andere retailfondsen maar in een jaar als 2002 juist slechter, omdat het meer risico neemt. Dat is mijn verklaring. Mijn beleggingsfilosofie was erop gericht minder risico's te nemen, maar de rendementen waren dan ook minder spectaculair. Als de markt goed ging, vermeed ik risico's natuurlijk, maar dat had zijn prijs. Alles heeft een prijs.

Stout: Vandaag zien we dat de risico's veel meer gespreid zijn over alle sectoren. We gingen er altijd vanuit dat banken en verzekeraars relatief veilig waren. En nu blijken ze de minst veilige fondsen uit de hele portefeuille te zijn.

Van Grovestins: Ja, daar heeft u gelijk in. De farmaceutische industrie is een ander voorbeeld. Ik had farmafondsen in mijn portefeuille en die deden het uitstekend. Tegenwoordig doen die het veel minder goed, omdat de sector met flink wat tegenslagen te kampen heeft gehad. Farma was ooit een ideale sector om in te beleggen, maar is dat inmiddels veel minder.

Stout: Het blijft ook de vraag welke sectoren we in de toekomst defensief of minder volatiel kunnen noemen. Voor farma en banken en verzekeraars geldt dat in ieder geval niet meer zo. En andere zogenaamd defensieve fondsen zijn sterk in waarde gestegen, waardoor ze nu juist weer riskant worden.

Van Grovestins: Sommige supermarkten doen het ook goed: een aandeel als Wal-Mart presteert dit jaar uitstekend. Het is geloof ik het enige grote Amerikaanse bedrijf waarvan het aandeel nu hoger staat dan aan het begin van het jaar. En Ahold, dat in 2002-2003 nog het slechtst presteerde, doet het nu het beste van allemaal op de Nederlandse beurs. Ook KPN behoorde in 2002-2003 tot de hekkensluiters en zit nu in de kopgroep. Ik denk dat portfolio management veel moeilijker geworden is. Je hebt nu ook de hedgefondsen. Die had je in mijn tijd nog nauwelijks. Nu weet je niet of een aandeel als ING daalt omdat de markt negatiever denkt over het bedrijf of omdat hedgefondsen gedwongen worden hun beleggingen te liquideren: je weet het gewoon niet. En dat maakt het heel erg moeilijk.

Maar laten we niet vergeten dat er geen bel begint te luiden als de markt zijn laagste punt heeft bereikt. Het is altijd pas achteraf dat we kunnen zeggen: "Dit is het juiste moment om weer aandelen te gaan kopen." Het is moeilijk te zeggen wanneer we weer moeten instappen. Toch lijkt veel van het slechte nieuws en de deleveraging inmiddels in de koersen verdisconteerd te zijn.

Eerste dag van verhandeling Vrijdag 9 Juli 1954

BERICHT

in verband met de aanvraag tot opening in de Prijscourant van de Vereniging voor den Effectenhandel te Amsterdam van de aandelen B der

ONDERLINGE BELEGGINGS- EN ADMINISTRATIE MAATSCHAPPIJ „OBAM” N.V.

Gevestigd te AMSTERDAM.

Opgericht bij akte d.d. 20 November 1936, verleden voor Notaris Mr B. Grootenboer te 's-Gravenhage, op het ontwerp waarvan de ministeriële verklaring van geen bezwaar werd verkregen d.d. 17 November 1936, laatstelijk gewijzigd bij akte d.d. 22 Juni 1954, verleden voor Notaris Mr B. Grootenboer te 's-Gravenhage, op het ontwerp welker akte de ministeriële verklaring van geen bezwaar werd verkregen d.d. 17 Juni 1954.

MAATSCHAPPELIJK KAPITAAL f 3.007.500.--,

verdeeld in

75 aandelen A, elk groot f 100.--,
en 3.000 aandelen B, elk groot f 1.000.--,

waarvan geplaatst en volgestort alle aandelen A en 1849 aandelen B.

RAAD VAN COMMISSARISSEN:

J. G. WIEBENGA, Kortenhoeft, President en Gedelegeerde.
Jhr R. A. QUINTUS, Wassenaar.
Mr G. E. F. M. VAN DER SCHRIECK, Breda.

DIRECTIE:

Jhr F. HOOFT GRAAFLAND, Beern.
MAURICE DE JONG, Perijs.

First stock exchange announcement on OBAM in 1954