

De waardeketen van de financiële sector gaat de komende jaren ingrijpend veranderen

Wat moet de toekomstige rol voor beleggingsdienstverleners zijn?

De financiële sector wordt overspoeld met FinTech startups. Duizenden startups zijn op zoek naar een interessante niche in de waardeketen voor de financiële sector. Deze startups dringen door tot alle geleidingen van de financiële sector en zijn dus ook terug te vinden in het beleggingsadvies en vermogensbeheer. Maar hoe kansrijk zullen deze FinTech startups zijn? Gaat de 'robo advisor' een belangrijke rol spelen? In dit artikel schets ik de FinTech-ontwikkelingen in de financiële sector in het algemeen en voor beleggingsadvies en vermogensbeheer in het bijzonder. Wat moet het antwoord zijn van de gevestigde partijen in de markt?

Auteur
Pascal Spelier

De waardeketen staat onder druk

In de eerste helft van 2016 hebben investeerders, meestal venture capitalists, bijna 5 miljard dollar vers geld in FinTech startups gestoken. Deze vormen in de ogen van traditionele spelers wellicht een bedreiging. De website AngelList (www.angel.co) inventariseert wereldwijd startups en telt inmiddels ruim 6.500 in financial services, die hun weg zoeken in de financiële sector. En daarmee wordt het dringen in de waardeketen, waarin de traditionele financiële instellingen zich bevinden.

De waardeketen, zoals hij ooit was

Als we de waardeketen van de financiële sector vereenvoudigd weergeven, dan laat deze eigenlijk de kenactiviteiten van banken zien, zoals we deze al zo lang kennen. Simpel geredeneerd, banken trekken spaargeld en vermogens aan van particulieren en lenen dit uit aan ondernemingen of geven het via de beurs door aan ondernemingen op zoek naar risico-dragend vermogen. Daarnaast spelen ze sinds het verdwijnen van het loonzakje in de jaren zestig van de vorige eeuw een belangrijke rol in het betalings-verkeer.

De traditionele waardeketen van de financiële sector staat onder druk



Bron: www.finno.nl en Capgemini Consulting, gebaseerd op illustraties uit het artikel 'Financial Services Value Chain Next Gen' van Doug Nelson

In deze traditionele waardeketen hebben banken doorgaans de rol van distributeur en administratieve verwerkingsfabriek en vindt geld zijn weg via markten en infrastructuren zoals de beurs en systemen van gevestigde marktpartijen zoals Equens en EBA2.

De rol van financiële dienstverleners in de waardeketen van de financiële sector wordt mogelijk steeds kleiner

De distributeurrol zou je als de front end van de waardeketen kunnen zien en de administratieve verwerkingsfabriek als de back end. Hoe gaat deze waardeketen wijzigen onder invloed van al die FinTech startups, sommige nog heel jong, andere al enigszins op leeftijd?

De waardeketen herzien

In toekomst zullen FinTech startups binnen de traditionele waardeketen op verschillende plekken de rol van gevestigde financiële instellingen overnemen. Er bestaat een reëel risico dat de traditionele partijen steeds meer worden teruggedrongen in de rol van administratieve verwerkingsfabriek.

Hoe moet je bovenstaande waardeketen interpreteren? Laat ik het illustreren aan de hand van een paar voorbeelden.

Simple is een Amerikaanse partij die online bankieren opnieuw probeert uit te vinden met een moderne, frisse website, mobiele app en een onderscheidende customer service. Maar eigenlijk is Simple geen bank, maar een front end op de back end banksystemen van de Bankcorp Bank. Simple maakt eveneens gebruik van Visa debit-cards. Begin vorig jaar werd Simple ingelijfd door het Spaanse BBVA.

Ruim anderhalf jaar geleden betrad het Nederlandse BUX de beleggingsmarkt. Ze hebben de ogenschijnlijk serieuze wereld van de beurs in een app gestopt. Eigenlijk heeft BUX alleen een voorkant gemaakt die aangesloten kan worden op de platformen van brokers. BUX is een samenwerking aangegaan met Ayondo Markets. Met Ayondo kan BUX de Europese markt op. Mochten ze hun app ook in Azië willen aanbieden, dan 'knopen' ze hun front end aan een lokaal platform als Ayondo Markets.

Aan de zakelijke kant van bankieren is de scheiding tussen front end en back end minder duidelijk aanwezig. Aan de zakelijke kant bestaat het risico dat zowel de voorkant als de achterkant van banken worden overgenomen door nieuwe toetreders. Spotcap doet alles wat een bank doet. Het verstrekt kortlopende leningen van maximaal EUR 150.000 aan ondernemers en heeft zijn eigen risicomanagement- en administratieve systeem. Het Amerikaanse OnDeck verstrekt kortlopende leningen en rekening courant kredieten en onderscheidt zich door snelle flattering van deze kredieten op basis van heel veel data. Ze zijn sneller dan traditionele banken.

Ontvlechting en herinrichting van de financiële dienstverlening



Bron: www.finno.nl en Capgemini Consulting, gebaseerd op illustraties uit het artikel 'Financial Services Value Chain Next Gen' van Doug Nelson

Impact op beleggingsdienstverlening

Nu hoor ik u denken ‘leuk hoor al die FinTech startups, maar wat betekent dat voor mij?’ Ook op het vlak van beleggingsdienstverlening ontstaan er nieuwe spelers met meer aandacht voor klantbeleving, transparantie en inzicht. Vooral de VS zijn een voorloper in nieuwe vormen van beleggingsadvies en vermogensbeheer. Wellicht is dit wel ingegeven door de fiscale mogelijkheden die de Amerikaan heeft om voor zijn eigen pensioen te ‘sparen’. Voorheen deed de Amerikaan dat bij traditionele spelers zoals banken en vermogensbeheerders, maar inmiddels zijn er tal van zogeheten robo advisors, zoals Wealthfront en Betterment, waar Amerikanen eenvoudig online vermogen kunnen opbouwen. Waarin onderscheiden deze nieuwe spelers zich van traditionele speler?

Actief versus passief beleggen

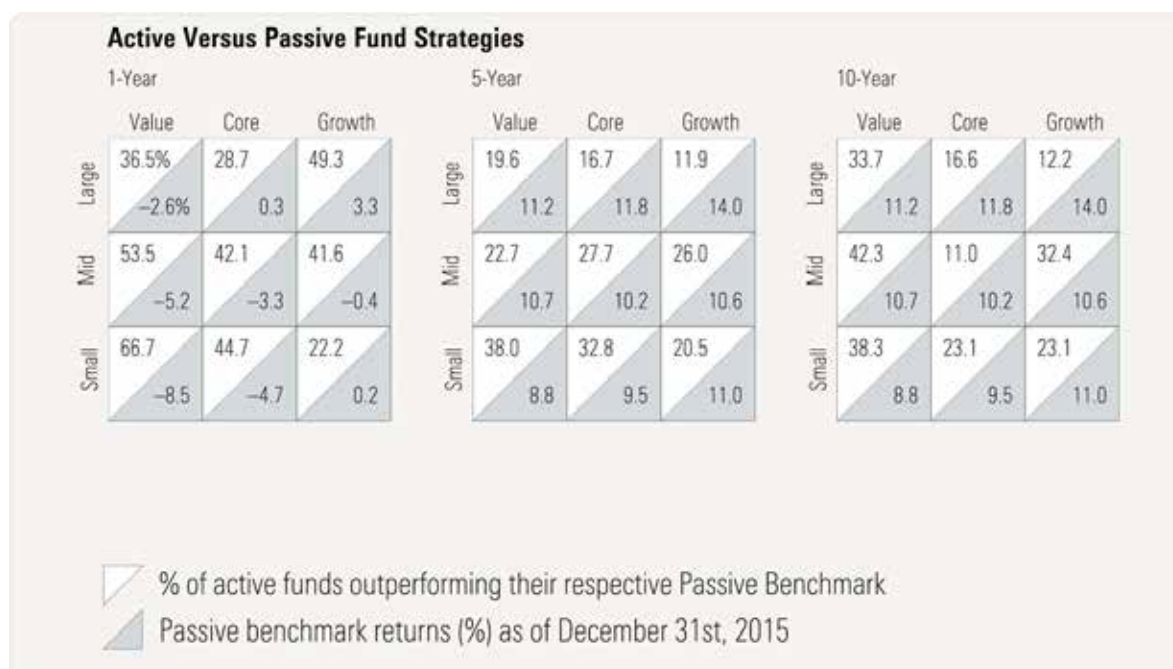
De meeste nieuwe platformen zijn aanhangers van passief beleggen. Ze verkiezen het volgzzaam beleggen in indices (index beleggen met indextrackers en ETF's) boven het actief beheren van een portefeuille. Allen zijn de mening aangedaan dat passief beleggen doorgaans een beter rendement oplevert dan actief beleggen. Er zijn vele onderzoeken die deze mening onderbouwen, maar ook onderzoeken die dit in twijfel trekken.

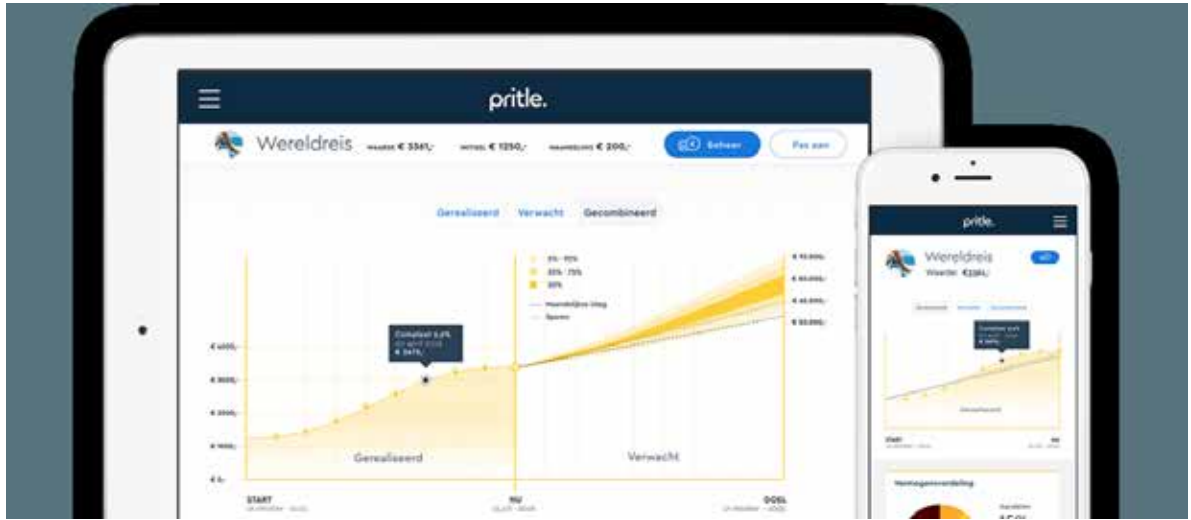
Een interessante studie van Burton G. Malkiel (Princeton University, 2005, momenteel chief investment manager bij Wealthfront) toont aan dat professionele investment managers in de VS en daarbuiten de index benchmarks niet verslaan. Het onderzoek van Malkiel laat zien dat, gemeten over een periode van twintig jaar (1983-2003), actief gemanagede beleggingsfondsen een underperformance van 200 basispunten laten zien ten opzichte van het Vanguard S&P 500 Index Fund. Het verschil wordt vooral veroorzaakt door de



hoge kosten die met actief beheer gepaard gaan. Het onderzoek laat tevens zien dat beleggingsfondsen inconsistent presteren: ‘today’s winners are tomorrow’s losers’.

Professor Eugene Fama publiceerde in 1970 zijn efficiënte markthypothese, de theorie in de financiële wetenschap die zegt dat alle publieke informatie en toekomstverwachtingen in de prijs van effecten is verwerkt. De aanhangers van actief beheer bekritisieren de theorie van Fama doorgaans. Maar als de koersen volgens deze critici zich irrationeel ‘gedragen’ en rendementen te voorspellen zijn, waarom slagen professionele investment managers er doorgaans dan niet in om de indices te verslaan?





Een onderzoek van Morningstar van eerder dit jaar bevestigt dat actief gemanagede fondsen er niet in slagen om hun passieve peers te verslaan. Ook Morningstar constateert dat het falen vooral schuilt in de kosten. Om met de woorden van Charles D. Ellis te spreken: actief beheer is ‘a loser’s game’.

Natuurlijk zijn er ook tegengeluiden als het gaat om index beleggen. Onderzoekers vergelijken actief beheerde fondsen vaak ten opzichte van een theoretische of academische index, die niet in overeenstemming is met de werkelijkheid. Ook is het voor een belegger niet mogelijk om direct in een index te beleggen en indextrackers of indexfondsen blijken de indices niet altijd één op één te volgen. Tegenstanders menen ook dat kosten en risico’s vaak worden onderschat, waardoor het rendement bij passief beleggen ook lager is dan het marktrendement.

Hoe het ook zij, de belangstelling voor passief beleggen in Europa, in navolging van de VS, groeit. Het Nederlandse Pritle.com, dat zich richt op passief beleggen, zal binnenkort in vier landen in Europa actief zijn. Ik ben ervan overtuigd dat de markt klaar is voor robo advisors zoals Pritle. Zeker als de Europeaan, net als de Amerikaan, steeds meer valt voor passief beleggen en inziet dat daarmee de toegevoegde waarde van een traditionele vermogensbeheerder beperkt is. Ook op handen zijnde wijzigingen van ons pensioenstelsel gaan er waarschijnlijk voor zorgen dat de Nederlander steeds meer zelf vermogen moet opbouwen voor zijn pensioen (derde pijler). Er is dan absoluut ruimte voor een eenvoudig, online vermogensbeheeroplossing zoals Evi van Lanschot en Pritle.

Betere klantbeleving en meer inzicht

In de Angelsaksische landen hebben *robo advisory*-platformen zoals Betterment, Wealthfront, Nutmeg, SigFig, Wealthbar steeds meer *assets under management*. Dat heeft echt niet alleen met hun voorkeur voor passief beheer te maken. Deze platformen zijn in staat de klant een betere

klantbeleving te bieden. Ze bieden inzicht in portfolio’s via desktop, smartphone en tablet en bieden verregaande transparantie als het gaat om het rendement.

Platformen zoals Nutmeg, Pritle en Swanest bieden ook de mogelijkheid om doelen te stellen en voor ieder doel een portfolio met bijpassend risico op te bouwen.

Traditionele spelers in de markt, banken en vermogensbeheerders, zijn vaak nog niet in staat de nieuwe spelers op klantbeleving en online inzicht te evenaren.

Nieuwe beleggingscategorieën

De leidraad die de AFM in 2010 publiceerde over actief en passief beleggen was niet gericht op actief betrokken aandeelhouderschap richting ondernemingen. Dit is wel een ‘beleggings’-categorie die interessanter wordt voor zowel beleggers als beleggingsdienstverleners.

In toenemende mate kunnen particulieren indirect of rechtstreeks investeren in bedrijven. Enerzijds met kleine bedragen via crowdfunding (zowel *debt-based* als *equity-based*) of met grotere bedragen via *informal investment* of *informal finance*.

Weer doet de robot het werk

Debt-based crowdfunding, waarbij je als particulier samen met anderen met kleine bedragen bijvoorbeeld een onderneming fund, is een alternatief voor sparen. Het is qua risico natuurlijk niet te vergelijken met sparen, maar biedt mits goed gespreid een goed alternatief voor vastrentende waarden in portefeuilles. Je wilt echter als vermogende particulier wellicht niet steeds op zoek gaan naar interessante investeringsmogelijkheden en met kleine bedragen investeren.

Er is geen probleem, waar de markt op den duur geen antwoord op heeft. In de Verenigde Staten is de FinTech-startup LendingRobot opgezet voor vermogensbeheer gericht op crowdfunding. Als vermogende particulier kan je de robot de opdracht

geven om *rule-based* te investeren in investeringsmogelijkheden op de crowdfundingplatformen van LendingClub, Prosper en Funding Circle (ook actief in Nederland). Je geeft het te investeren bedrag en het gewenste risicoprofiel op en de robot gaat op zoek naar de juiste investeringen. De investeringen beperken zich tegenwoordig niet enkel tot nieuwe investeringsmogelijkheden (*primary market*), maar er is ook de mogelijkheid om investeringen van andere investeerders over te nemen (*secondary market*). De crowdfundingmarkt is niet meer zo illiquide als ze was in het verleden. Het zal niet lang meer duren voordat er ook in Europa initiatieven zoals LendingRobot ontstaan.

Informal finance

Eind jaren negentig introduceerde ABN AMRO als eerste bank in Nederland informal investment. De dienstverlening, die nog steeds bestaat, brengt vermogende klanten van de bank in contact met ondernemingen die op zoek zijn naar risicodragend vermogen. De vermogende klant heeft de mogelijkheid om een klein deel van zijn vermogen rechtstreeks te investeren in ondernemingen. Het gaat om slim kapitaal. De vermogende klant stelt naast geld ook zijn kennis, ervaring en netwerk ter beschikking.

Onlangs kondigde de Rabobank een proef aan waarbij MKB-ers geld lenen van vermogende klanten van de bank. Voor ondernemers betekent dit een bredere toegang tot financiering en voor de vermogende klanten ontstaat er een nieuwe investeringsmogelijkheid. De Rabobank bouwt een online platform Rabo & Co genaamd,² waarop ondernemers en private banking-klanten samenkomen. Ondernemers plaatsen daar hun financieringsaanvraag en de klanten van de Rabobank geven aan welke lening ze willen meefinancieren. Meefinancieren betekent dezelfde voorwaarden, zekerheden en rendement als de Rabobank. De Rabobank neemt in de proeffase zelf voor minimaal 50% deel in iedere financiering. Voor de klanten van de Rabobank ontstaat er een interessant alternatief voor vastrentende waarden, maar gelet op de grootte van de bedragen en de beperkte spreiding is het risico hoger.

Nieuwe beleggingscategorieën zoals crowdfunding of informal finance zijn een bedreiging voor beleggingsdienstverleners als vermogende klanten hun vermogen omzetten naar deze nieuwe beleggingscategorieën. Maar het biedt voor de toekomst wellicht ook kansen. Deze nieuwe beleggingscategorieën vragen om actief beheer en daarbij kan een beleggingsdienstverlener mogelijk helpen. Het zou een uitbreiding van zijn rol betekenen, die uiteraard wel om de juiste expertise vraagt. Zeker bij informal finance moet je in staat zijn een onderneming te doorgronden. Een MKB-onderneming, die per definitie over de kwalificatie non investment grade beschikt, kan complexer zijn dan een beursgenoteerde onderneming.

Conclusie

Is er nog een toekomst voor de traditionele, 'offline' beleggingsdienstverlener? De traditionele beleggingsdienstverlener gaat vooral last krijgen van de opkomst van passief beleggen en de opkomst van robo-advisors. Het aantal beleggingsdienstverleners (vooral vermogensbeheerders) zal naar verwachting afnemen. Maar er blijft altijd ruimte voor vermogensbeheerders die hun klanten aantoonbaar toegevoegde waarde bieden. De toegevoegde waarde zit in een meer holistische aanpak van vermogensadvies, waarbij bijvoorbeeld meer aandacht is voor financial planning of life planning, estate planning en nieuwe beleggingscategorieën zoals crowdfunding of informal finance. Totdat ook dit eenvoudig bereikbaar wordt gemaakt via technologie.

Er blijft overigens naar verwachting altijd een klantgroep die graag over hun vermogen praten onder het genot van een goede kop koffie en op zoek zijn naar de geruststelling die hun persoonlijke beleggingsdienstverlener hen biedt. Deze klantgroep zal wel steeds kleiner worden. ■

Noten

- 1 Pascal Spelier, Chief Inspiration Officer Financial Services Capgemini Consulting.
- 2 De auteur van dit artikel was betrokken bij het opzetten van de proef voor Rabo&Co.

Geraadpleegde literatuur/bronnen:

- 'Reflections on the Efficient Market Hypothesis: 30 Years Later', Burton G. Malkiel, *The Financial Review* 40 (2005) 1-9
- 'The Loser's Game', Charles D. Ellis, *The Financial Analysts Journal*, Vol. 31, No. 4, July/August 1975, 19-26
- 'Leidraad actief- en passief beleggen in het belang van de klant', Autoriteit Financiële Markten, Amsterdam, oktober 2011
- 'Actief beleggen en indexbeleggen', Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS), mei 2010
- 'Morningstar's Active/Passive Barometer, A new yardstick for an old debate', April 2016