

Beleggingsmaatschappijen in Nederland

PROF. DR. TH. M. SCHOLTEN*

Beleggingsmaatschappijen of -fondsen verkrijgen middelen van een aantal deelnemers om daar voor gezamenlijke rekening bepaalde vermogenswaarden, zoals aandelen, obligaties of onroerend goed voor te kopen. Er zijn verschillende bestaansredenen voor beleggingsmaatschappijen, zoals de aanwezigheid deskundigheid die tot uiting komt in de selectie: bij een gegeven risico de meest profijtelijke keuzen maken. Voorts werkt een spreiding over verschillende vermogenswaarden, veelal binnen een zelfde beleggingscategorie, risicobeperkend. Daar staat tegenover dat aan het intermediair van een beleggingsmaatschappij vanzelfsprekend bepaalde kosten zijn verbonden: die van belegging, van administratie en verslaggeving, dikwijls ook van voorlichting en marketing. Bij grote, zuinige beleggingsmaatschappijen leggen de kosten echter nauwelijks gewicht in de schaal, zeker als die maatschappijen geen eigen winstdoel hebben. Dit artikel is gewijd aan de Nederlandse beleggingsmaatschappijen 1). In het eerste deel wordt de geschiedenis geresumeerd. Het tweede stuk brengt de huidige beleggingsfondsen in kaart. In het laatste gedeelte wordt naar de toekomst gezien.

Geschiedenis

Fondsen met een loterij-element; Vader Abraham

De eerste beleggingsmaatschappijen ter wereld dateren uit de achttiende eeuw 2). Ze ontstonden in Nederland. Het effectenkapitalisme was hier reeds sterk tot ontwikkeling gekomen. Ze werden *negotiaties* genoemd. De namen van de eerste fondsen waren „Eendragt maakt Magt” — opgericht in 1774 door Abraham van Ketwich te Amsterdam — en „Voordelig en Voorsigtig” (1776). Die namen onderstreepden wezenlijke karaktertrekken; gevoel voor marketing was de oprichters kennelijk niet vreemd.

Wie zich realiseert dat Robeco — thans het grootste Nederlandse aandelenfonds — in 1933, dus vlak na de crisis van 1929 werd opgericht, zal zich niet verwonderen over de directe aanleiding tot de oprichting van de genoemde *negotiaties*. Dit was de crisis van 1772–1773 waarin velen hun geld hadden verloren. Deze eerste beleggingsmaatschappijen hadden enkele opmerkelijke karaktertrekken. Ze belegden in obligaties — en wel uitsluitend buitenlandse; dat geschiedde vanwege het hogere rendement dan op Nederlandse obligaties. „Eendragt maakt Magt” werd opgericht voor een vaste periode: 25 jaar; daarna zou liquidatie plaatsvinden. Het was een gesloten fonds 3). Voorts was er een kostenopslag. Ten slotte was in de opzet een loterij-element verwerkt. Loterijen waren populair en dit element diende om de introductie vlotter te doen verlopen.

Interessant was bij de eerste *negotiatie* de scheiding tussen het actieve en het passieve beheer. Het beleggen geschiedde door de twee commissarissen, de administratie werd verzorgd door de makelaar Van Ketwich. De laatste kreeg — althans zo lijkt het — niet de kans door veelvuldig muteren in de obligatieportefeuille vooral zijn eigen provisie-inkomsten op te voeren. Ook de bewaring was goed geregeld: de effecten zouden worden opgeslagen in „eene sufficiente ijzere Kist met drie different werkende Slooten voorzien” 4).

De eerste beleggingsfondsen kunnen niet als een succes worden beschouwd. In de eerste plaats niet omdat er weinig geld aan toevertrouwd werd en ze nauwelijks navolging kregen. Aan de drie fondsen die aan het eind van de achttiende eeuw werden opgericht werd slechts f. 2,5 mln. ter beschikking gesteld; op een geschat totaal aan beleggingen van Nederlanders in het buitenland van f. 1.500 mln. is dat dus slechts 1,5 ‰. In de tweede plaats was de afloop van de drie

fondsen bedroevend. De vierde Engelse oorlog (1780–1784) en de Franse tijd, vanaf 1795, haalden een streep door de verwachtingen en bedoelingen. Ongeveer 75% van het vermogen ging verloren; procentueel was dit verlies gelijk aan het verlies op de Nederlandse beleggingen in het buitenland in het algemeen. Een schrale troost.

Fondsen met een uitlotingselement; Amerika

Pas bijna een eeuw later zou er weer een klimaat ontstaan waarin beleggingsmaatschappijen konden worden opgericht. Na 1860 kwam er wat dynamiek in het economisch leven. Interessant is het te zien hoe deze dynamiek zich vertaalde in het effecten- en beurzenverkeer. Onderstaande tabel geeft daarvan een beeld 5).

Tabel 1. Aantal noteringen aan de Amsterdamse Effectenbeurs 1865–1914

Jaar	Buitenland	Nederland/koloniën	Totaal
1865	89	27	116
1875	184	54	238
1885	281	151	432
1895	458	324	782
1905	596	657	1.253
1914	840	956	1.796

* Voorzitter van de directie van Robeco N.V.

1) Hier wordt onder verstaan de beleggingsmaatschappijen die hun origine en/of zetel in Nederland hebben. De woorden beleggingsmaatschappij en beleggingsfonds worden door elkaar gebruikt.

2) De geschiedenis van beleggingsfondsen is op voortreffelijke wijze te boek gesteld in de dissertatie van dr. W. H. Berghuis, *Ontstaan en ontwikkeling van de Nederlandse beleggingsfondsen tot 1914*. Aan zijn werk heb ik vele gegevens ontleend.

3) Een nadere toelichting op dit begrip wordt gegeven in de volgende paragraaf.

4) Berghuis, op cit., blz. 54.

5) Berghuis, op cit., blz. 99.

Belangwekkend is ook dat de buitenlandse component in tabel 1 betrekking heeft op twintig à dertig „buitenlanden”.

Naar uitgevende instellingen gezien domineerden aanvankelijk de staatsfondsen; later kwamen er vooral spoorwegwaarden bij en pas rond de eeuwwisseling kwamen de industriële waarden sterk naar voren. Vooral na 1885 groeide het aantal Nederlands-Indische fondsen sterk. De belangstelling van Nederlandse beleggers richtte zich veel meer op het buitenland dan op het eigen land.

In 1869 kwam het weer tot oprichting van een beleggingsmaatschappij: de Verenigde Amerikaanse Fondsen. Dit fonds belegde hoofdzakelijk in Amerikaanse spoorwegobligaties, die ver beneden pari werden geëmitteerd en daarom de beleggers kans op een grote uitlotingswinst boden. Deze beleggingsmaatschappij speelde hierop in door deelnemersbewijzen uit te geven tegen een prijs die ver beneden de nominale waarde lag. Telkenjare werden een aantal van die deelnemersbewijzen à pari uitgeloot. Dit uitlotingsaspect dwong deze beleggingsmaatschappij tot een gesloten kapitalisatie, met het bezwaar dat de koers gemakkelijk beneden de intrinsieke waarde kon dalen.

Dit deed zich vooral voor tijdens de Amerikaanse spoorwegcrisis van 1873–1879. De beheerders stelden toen de participanten in de gelegenheid om het fonds met overhandiging van een portie beleggingen te verlaten. Overigens bleek toen ook dat, achteraf ter wille van het uitlotingsaspect, te veel concessies waren gedaan aan de kwaliteit van de spoorwegdebiteuren.

Later werd getracht via reorganisaties systeemfouten in de opzet van dit fonds te verbeteren; een echt succes werd het niet. Een zelfde lot waren de in 1870 gestarte series van het Verenigd Bezit van Amerikaanse Hypothecaire Spoorweg-Obligatieën beschoren. Ook hier systeemfouten; met name tegengestelde belangen tussen uitgelotenen en niet-uitgelotenen, vooral ook omdat bedragen die resteerden na een overstap van een hoger genoteerd fonds naar een lager genoteerd fonds voor extra uitlotingen van deelnemersbewijzen werden aangewend.

In dezelfde periode (1872) werd ook een beleggingsdepot van staatsfondsen opgericht: Gemeenschappelijk Bezit van Rentegevendende Staatsfondsen. Opnieuw werd gekozen voor een lage introductiekoers (61%) ten koste van de kwaliteit van de beleggingen. Reeds in 1880 werd het fonds geliquideerd. Ook het Vereenigd Bezit van Amerikaanse Fondsen (vooral spoorwegwaarden), in 1887 gestart, en het Vereenigd Bezit van Nederlandsch-Indische Fondsen (1888) waren geen succesnummers.

Bij de negentiende-eeuwse fondsen leidde de combinatie van uitloting en uitgifte beneden pari steeds tot problemen als de koersen van de beleggingswaarden boven pari kwamen. Uitloting werd dan immers een nadeel. Alle fondsen waren, naar de beleggingen gezien, gespecialiseerd; het heersende optimisme speelde daarbij zeker een rol. Kwantitatief is het in deze fondsen belegde vermogen (te zamen ca. f. 20 mln.), gerelateerd aan wat gemiddeld in totaal in het buitenland belegd werd (ca. f. 2.700 mln.), te verwaarlozen.

Overige fondsen; Indië

Ten slotte dienen nog vermeld enkele fondsen die noch een uitlotings- (19e eeuw) noch een loterij-element (18e eeuw) bevatten. In 1876 werd in het Groningse zo'n beleggingsfonds opgericht. Het beleggingsmateriaal was weinig specifiek: buitenlandse staatsfondsen, zowel als spoorwegfondsen, obligaties en aandelen. Het kende noch een mogelijkheid tot roeyement, noch een vaste tijdsduur. Het kreeg geen grote omvang, had geen indrukwekkende „performance” en werd ten slotte in 1955 geliquideerd.

Een aanmerkelijk positievere geschiedenis vertoont een in 1894 opgericht fonds, gericht op gespreide belegging in Indische fondsen. Met name in de jaren 1914–1929 konden hoge dividenden worden uitgekeerd. In 1954 werd de geografische specialisatie beëindigd.

Enkele andere initiatieven, veelal gespecialiseerd naar beleggingen (mijnbouw, Amerikaanse industriële aandelen, tabakswaarden) sloegen weinig aan; de meeste werden relatief spoedig beëindigd. Het totale bedrag dat aan deze „moderne” fondsen werd toe- vertrouwd was bescheiden, namelijk ca. f. 2,5 mln.

Commentaar

Berghuis, die een grondig onderzoek instelde naar de geschiedenis van de Nederlandse beleggingsfondsen tot 1914, voegt aan zijn

verzamelde gegevens een belangwekkende analyse toe. Hij schrijft de geringe betekenis van die fondsen toe aan factoren zowel bij de beleggers als bij de *commissionairs*. De belegger had tijd en zin om zelf zijn beleggingen te regelen en wantrouwe de bemiddelaars. *Commissionairs* waren er in overvloed — er waren er in 1914 zelfs 1.500 in Nederland! — en veelal ondeskundig. Minister Treub moet eens gezegd hebben dat ze „alles van koersen en niets van waarden afwisten”. Ze hadden trouwens meer belang bij voortdurende mutaties in de portefeuilles van hun klanten.

Natuurlijk speelde ook een rol dat de wereld nog wat eenvoudiger gestructureerd was dan thans. De belegger kon dus gemakkelijker zijn eigen informatieboontjes doppen. Opmerkelijk bij de oude Nederlandse beleggingsfondsen zijn het accent op obligaties en het sterk internationale karakter. De laatste trek is toch wel typisch Nederlands; de bijzondere voorliefde voor de Verenigde Staten is door Bosch in zijn magistrale studie boeiend beschreven 6).

Heden

Nieuwe kansen

De geschiedenis van de Nederlandse beleggingsfondsen, voor zover die onderwerp van zorgvuldige bestudering heeft gevormd, eindigt bij het begin van de eerste wereldoorlog. De beschrijving van „het actuele beeld” in dit gedeelte gaat niet verder terug dan het einde van de tweede wereldoorlog. Een compleet beeld van de Nederlandse beleggingsfondsen kon aldus niet worden gegeven. Afgezien van het feit dat die pretentie in het bestek van dit artikel ook niet verantwoord zou zijn, leidde een globale oriëntatie omtrent de periode tussen de beide wereldoorlogen tot de indruk dat die wat de beleggingsmaatschappijen betreft niet van grote betekenis is geweest; het weliswaar relatief grote aantal fondsen dat tussen 1930 en 1940 werd opgericht, daalde na de oorlog zeer snel, met name als gevolg van de veelal ingebouwde beheersbeperkingen. Daarmede wil niet gezegd zijn dat alle voor de oorlog genomen initiatieven onbelangrijk waren. Gedoeld wordt slechts op het belang in het geheel van de beleggingen.

Enkele van de thans bestaande beleggingsfondsen dateren al van voor 1940. Pas na de oorlog 1940–1945 echter namen deze instellingen een grote vlucht. De wederopbouw en vooral de daarna optredende historisch ongekende welvaartsgroei leverden daartoe de brandstof. Ook andere factoren droegen hun steentje bij. Een aantal „technische” systeemfouten, zoals wij die bij vroegere fondsen constateerden, werd vermeden. Belangenconflicten tussen „beheerder” en „belegger” konden veelal volledig worden geëlimineerd. Het beleid werd in vele gevallen professioneler: dat uitte zich in de beleggingen, in een efficiënter en goedkoper beheer, in een inspelen op fiscale regelingen, in additionele dienstverlening.

Een tweetal andere ontwikkelingen dient hierbij tevens te worden signaleerd. In de eerste plaats is het aantal voor de belegger relevante gegevens ten opzichte van vroeger tijden met een factor *n* vermenigvuldigd. Bovendien wisselen die gegevens voortdurend in betekenis. Politieke ontwikkelingen, inflatieverschijnselen, valutabewegingen creëren, te zamen met tal van andere factoren, een kaleidoscopisch beeld. Veel meer dan vroeger vraagt de beleggings- taak dan ook om delegatie aan deskundigen. De selectie werd vakwerk. De spreiding bleef om zijn risicobeperkend effect in de onze- kere naoorlogse wereld onverminderd gewenst.

Een tweede factor van gewicht ligt op het terrein van de kosten. De forse loonontwikkeling maakte een aantal handelingen in het effectenverkeer te kostbaar in verhouding tot de vergoedingen die daarvoor redelijkerwijs konden worden gevraagd. Het uitvoeren van een kleine effectenorder vraagt een minimumkostenbedrag dat soms enkele malen hoger is dan de te berekenen provisie. Het is gelukkig dat de recente opbloei in de beurshandel het transactie- c.q. provisievolume van de banken op een aanzienlijk hoger peil heeft gebracht; het veelal niet geringe tekort in het effectenbedrijf maakte dat ook hard nodig. De hier aangeduide kostenontwikkeling is een proces van jaren. Het hebben van kleine effectenklanten met een toch enigszins gespreide portefeuille werd voor de banken onaan-

6) K. D. Bosch, *De Nederlandse beleggingen in de VS*, hoofdstukken XI en XII.

trekkelijk. Van Beek heeft „het probleem van de kleine cliënt” nader toegelicht. Aan de hand van een analyse van de verschillende functies die de bank voor de effectenbezitter verricht, maakt hij duidelijk hoe er een situatie kon ontstaan waarbij zelfs niet al te kleine cliënten (f. 200.000 à f. 300.000 effectenbezit) voorde bank te duur werden 7). Die constellatie kon ertoe leiden dat velen het advies kregen hun middelen in beleggingsfondsen onder te brengen.

Karakteristieken, een keuze

De variatie in karakter is groot bij de beleggingsfondsen. Groter, naar het mij voorkomt, dan bij andere categorieën van financiële instellingen, zoals banken en verzekeringsmaatschappijen. Dit is een kwalitatieve benadering; in kwantitatief opzicht domineren enkele typen beleggingsfondsen, zoals wij later zullen zien.

De grote variatie bij beleggingsinstellingen is een gevolg van de omstandigheid dat ze met betrekking tot een aantal karakteristieke elementen verschillen vertonen. Die elementen zijn in hoofdzaak:

1. de aard van de beleggingen;
2. de juridische organisatievorm;
3. de vrijheid, na de oprichting, bij het uitgeven en innemen van deelnemersbewijzen.

Daarmede zijn geenszins alle verschillen in de opzet en, nog minder, in het beleid van beleggingsfondsen aangegeven. Een ander verschil in de opzet — en een element dat daarom in de statuten pleegt te worden vastgelegd — is bij voorbeeld de zogenaamde *hefboomwerking* of „leverage”. Daarbij gaat het om de vraag of bij de financiering van de (beleggings)instelling behalve van het (eigen) vermogen van de deelnemers ook gebruik wordt gemaakt van vreemd vermogen 8). Praktisch komt dit echter alleen voor bij de beleggingsmaatschappijen in onroerend goed.

In het beleid van beleggingsfondsen kunnen zich voorts uiteraard aanzienlijke verschillen voordoen. Dit kan betreffen de *mate* waarin men, ter wille van een hoger rendement, bereid is *risico's* te nemen. Dit beleidspunt valt echter ten dele samen met het eerstgenoemde element: de aard van de beleggingen. Het kan ook betrekking hebben op de *vorm* waarin men de *waardegroei* van de deelnemersbewijzen bij voorkeur ziet optreden. Mikt men vooral op waardegroei via rente-(obligaties) of dividendontvangsten, (aandelen) of zoekt men die groei liever in de koersstijging van het beleggingsmateriaal? Bij deze alternatieven speelt uiteraard het fiscale gezichtspunt een belangrijke rol.

Ook zijn er verschillen in het *uitkeringsbeleid*. Die hebben wel een verband — denk aan het fiscale element — met het voorgaande verschilpunt, maar vallen er niet mee samen. Men kan bij voorbeeld van mening zijn dat de waardegroei „consistenter” is naarmate hij meer de vorm aanneemt van rente- en/of dividendontvangsten, maar toch, op grond van de veronderstelde positie van de deelnemer in het fonds, met een minimale uitkering willen volstaan. Ook op geheel andere beleidspunten kan men forse verschillen noteren. Denk aan de marketing. Is men afwachtend of agressief? Denk aan de spreiding onder de deelnemers. Mikt men vooral op de particulier of streeft men juist een zeker evenwicht na tussen particulieren en instituten. Is er een puur nationale oriëntatie op dit punt of zoekt men bewust naar internationale spreiding?

Ten slotte wordt veelal een verschil signaleerd in opzet op het punt van de *beheersvrijheid*. Ik heb dit criterium niet gehanteerd omdat bij de thans bestaande fondsen beperkingen op dit punt nauwelijks voorkomen; de fondsen met zulke beperkingen zijn overigens ook dikwijls geen succes gebleken 9).

De — onvolledige — opsomming van „overige” verschilpunten zou ik willen afsluiten met de volgende opmerkingen. Men is bij het kiezen van elementen als uitgangspunt voor een classificatie nooit vrij van een zekere willekeur. De drie elementen, door mij de belangrijkste genoemd, hebben een fundamenteel, blijvend karakter. Ze sluiten ook aan op de historie en dat leek mij in het bestek van dit overzicht verkieslijk. Dit neemt niet weg dat een van de „overige” verschilpunten onder omstandigheden een grote praktische betekenis kan hebben (bij voorbeeld de keuze bij aandelen tussen groei uit dividend en groei uit koersstijging sloeg in de jaren 1965–1973 sterk door ten gunste van de laatste). Afhankelijk van het *doel* kan men dan ook de beleggingsfondsen aan de hand van uiteenlopende elementen of criteria classificeren. Terug nu naar de door ons gekozen classificatiecriteria.

Ad 1. *De aard van de beleggingen*. De binnenlandse beleggingsmaatschappijen kunnen naar dit criterium worden indeeld in:

- a. aandelenfondsen;
- b. obligatiefondsen;
- c. mengfondsen van aandelen en obligaties;
- d. onroerend-goedfondsen.

Deze indeling is niet uitputtend. Zo is er bij voorbeeld ook een mengfonds (Optimex) dat kan beleggen in aandelen, obligaties, onroerend goed of kas of combinaties daarvan; in alle gevallen door de middelen te beleggen in de aandelen van de tot de Robeco-Groep behorende fondsen, respectievelijk spaarinstelling (Roparco). Optimix is dus een zogenaamd „fund of funds”. Bij het schrijven van dit artikel had het een omvang van f. 36 mln. Naar de beleggingen gezien kunnen fondsen voorts algemeen of gespecialiseerd zijn. Die specialisatie heeft soms een geografische basis (zoals in de negentiende eeuw), soms is het criterium de bedrijfstak.

Ad 2. *De juridische organisatievorm*. Naar de rechtsvorm gezien is de volgende indeling te maken:

- a. de NV-vorm: de deelnemers hebben aandelen; de instelling wordt beleggingsmaatschappij genoemd; toe- en uittreden geschiedt via het storten of terugontvangen van een geldbedrag, corresponderend met het aantal aandelen vermenigvuldigd met de prijs per aandeel;
- b. de depotvorm, die twee varianten kent:
 - I. het gesplitste depot: de beleggingen zijn ondergebracht in een (variërend) aantal identieke effectenportefeuilles (depoteenheden); tegenover elke depoteenheid staat een vast aantal deelnemersbewijzen (depotfractiebewijzen); toe- en uittreden van deelnemers gaat via het inbrengen, respectievelijk terugontvangen van pakketten effecten = depoteenheden; deze vorm komt momenteel bij de Nederlandse fondsen niet voor;
 - II. het ongesplitste depot: de deelnemers hebben participatiebewijzen; de werking is als bij de NV.

Ad 3. *De vrijheid, na de oprichting, bij het uitgeven en innemen van deelnemersbewijzen*. Gelet op de expansie-respectievelijk contractievrijheid na de oprichting, zijn er drie typen beleggingsinstellingen:

- a. de fondsen met een gesloten kapitalisatie: het aantal deelnemersbewijzen kan niet worden uitgebreid, tenzij via een emissie, dus schoksgewijs;
- b. de fondsen met een open kapitalisatie, en wel:
 - I. eenzijdig open: het aantal deelnemersbewijzen kan alleen toenemen;
 - II. tweezijdig open: het aantal deelnemersbewijzen kan dagelijks zowel toe- als afnemen.

In alle drie genoemde gevallen gaat het om de vrijheid tot variaties in het aantal deelnemersbewijzen. De deelnemers zelf zijn steeds vrij in het toe- of uittreden. Uit het voorgaande blijkt ook dat de hier onderscheiden elementen praktisch moeilijk te scheiden zijn. De bij de juridische organisatievorm vermelde depotvarianten raken ook het ad 3 genoemde element; het gesplitste depot is bovendien eigenlijk een consequentie van een beperkte beheersvrijheid.

In het volgende overzicht (zie tabel 2) is getracht de Nederlandse beleggingsinstellingen zo goed mogelijk in kaart te brengen 10).

Het toevertrouwde bedrag: ruim f. 17 mrd.

Tabel 2 geeft een kwalitatief inzicht in de Nederlandse beleg-

7) J. C. van Beek, *De rentabiliteit van het effectenbedrijf*, Preadvies NIBE—jaardag 1975.

8) Zie drs. Chr. Brandsma, *Beleggingsfondsen in opkomst*, *Intermediair*, juli/augustus 1969.

9) W. H. Berghuis noemt het werken zonder beheersvrijheid zelfs een anachronisme. Zie *Het beleggingsfonds en zijn verschijningsvormen*, Preadvies NIBE—jaardag 1975.

10) Bij het verzamelen en rubriceren van de gegevens had ik veel steun van drs. R. Bosveld, assistent-medewerker aan de Interfaculteit voor Bedrijfskunde te Delft.

gingsfondsen. Omtrent de betekenis van deze fondsen ontstaat een nadere indruk als de grootte ervan wordt aangegeven. Vandaar dat recente gegevens ter zake in een aparte kolom zijn vermeld. Als norm voor de grootte is gekozen voor het netto actief, dat wil zeggen het vermogen van de deelnemers. In de meeste gevallen wijkt het totaal van de beleggingen — het belegd vermogen — niet belangrijk af van het vermogen van de deelnemers. Alleen bij onroerend-goedfondsen lopen deze grootheden, als gevolg van de veelal toegepaste „leverage”, soms sterk uiteen. De gegevens zijn per 31 december 1982 of een eindeboekjaardatum die daar zo dicht mogelijk bij ligt.

Combinatie van de bedragen uit tabel 2 met de overige gegevens uit deze tabel laat het volgende zien. Het meeste geld (55%) is toevertrouwd aan de aandelenfondsen, waarbij dan weer ruim 93% van die portie berust bij de algemene, niet gespecialiseerde, fondsen.

Dominerend, opnieuw naar de geldbedragen gezien, zijn voorts

de fondsen in NV-vorm (88%). Naar aantal gemeten domineert het (ongesplitste) beleggingsdepot (24 van de 45).

Gelet op de kapitalisatie zijn de fondsen met een tweezijdig open kapitalisatie, naar bedrag gezien, sterk in het overwicht (90%). Ook naar aantallen gezien overheerst dit type (36 van de 45).

De gesignaleerde dominanten zijn grotendeels een gevolg van de betekenis van de fondsen die tot de Robeco-Groep behoren. Te zamen hebben deze fondsen, die alle de NV-vorm en een tweezijdig open kapitalisme kennen, een netto actief van ruim f. 12 mrd., of wel 73% van het totaal van alle beleggingsfondsen. Ten slotte: van de 45 vermelde fondsen zijn er 27 aan de Amsterdamse beurs genoteerd.

De financiering van bedrijfsleven en — steeds meer — overheid

De middelen die aan beleggingsfondsen worden toevertrouwd

Tabel 2. Overzicht van Nederlandse beleggingsfondsen

Naam	Netto actief in gld. × 1.000	Karakter van de beleggingen			Rechtsvorm		Kapitalisatie			Beursnotering
		algemeen	gespecialiseerd		NV	ongesplitst depot	gesloten	open		
			geografisch	bedrijfstak				een- zijdig	twee- zijdig	
<i>Aandelenfondsen</i>										
Robeco	4.817.157	×			×				×	×
Rolinco	2.574.972	×			×				×	×
Tokyo Pacific Holdings*	458.100		Japan		×				×	×
Amro Aandelen Fonds	316.021	×				×			×	×
Leveraged Capital Holding*	308.844	×			×				×	×
TPH Seaboard*	256.516	×	Japan**		×				×	×
ABN Beleggingspool	222.985	×				×			×	×
ABN Aandelenfonds	148.059	×				×			×	×
OBAM	144.661	×			×				×	×
America Fund	90.604		VS/Canada			×			×	×
European Community Trust	62.081	×			×				×	×
Viking Resources Int.*	52.952			olie/gas	×				×	×
Algemeen Fondsen Bezit	17.208	×					×		×	×
Bemco Dynamisch Beheer	13.357	×					×		×	×
Goldmines	13.154			grondstoffen			×		×	×
Opbouwfonds voor Medici	12.400	×					×		×	×
Bemco Japanse Waarden	12.016		Japan				×		×	×
Bemco Australische Waarden	6.093		Australië				×		×	×
New York Industrial Index*	3.970		VS		×				×	×
Bel. Fonds van Incurante Waarden	894	×					×		×	
Totaal	9.532.044									
<i>Fondsen met beleggingen in aandelen en obligaties</i>										
Beleggingsfonds v.d. 7	80.033	×					×		×	
Esmeralda	40.955	×					×		×	
Holland Fund	40.241	×							×	×
Enhobel	33.058	×			×			×		×
Amro Obligatie Combinatie	14.799	×				×			×	
Amro Aandelen Combinatie	14.011	×				×			×	
Unilife Investment Trust*	12.858	×			×				×	
Uni-Invest	6.490	×			×		×			×
Sumabel	6.297	×			×				×	×
Hartogensis	986	×					×		×	
Totaal	249.728									
Bel. fonds voor Medici***	50.059	×					×		×	
<i>Obligatiefondsen</i>										
Rorento*	4.278.994	×			×				×	×
Amro Obligatie Fonds	678.909	×	88% NI.			×			×	
Alrenta*	148.611	×			×			×		×
ABN Obligatie Fonds	113.672	×	96% NI.			×			×	
Interbonds	7.173	×				×			×	×
Bemco Groeiende Rendements Waarden	5.518	×	82% VS			×			×	
Totaal	5.232.877									
<i>Onroerend-goedfondsen</i>										
Rodamco	716.000	×			×				×	×
Wereldhave	539.039	×			×		×		×	×
Sarakreek Holding	393.790		VS		×			×		×
BOG	261.556	×			×			×		×
Alvamij	193.825	×			×			×		×
BBVG	95.026		Nederland			×		×		×
Breevast	68.001	×			×			×		×
Amvabel	54.504		VS			×			×	
Totaal	2.321.741									
Totaal Generaal	17.386.449									

* Statutaire zetel op de Nederlandse Antillen.

** Houdstermaatschappij van uitsluitend aandelen Tokyo Pacific Holdings.

*** Belegging in aandelen, obligaties en onroerend goed.

komen ten goede aan het bedrijfsleven en aan de overheid. Het bedrijfsleven wordt gefinancierd voor zover belegd wordt in aandelen en in onroerend goed, indien de betreffende panden door bedrijven worden gebruikt. De belegging — door beleggingsfondsen — in obligaties impliceert in overwegende mate financiering van de overheid, respectievelijk, bij internationale fondsen, van overheden. De belegging in obligaties van het bedrijfsleven heeft kwantitatief geen grote betekenis meer. Voorts betekent het deel van de onroerend-goedbeleggingen dat bestaat uit door overheden gehuurde panden, uiteraard een financiering van die overheden.

Het onroerend goed buiten beschouwing gelaten kan men schatten dat ongeveer $\frac{1}{3}$ van de totale aan beleggingsfondsen toevertrouwde middelen naar het bedrijfsleven gaan en ongeveer $\frac{1}{3}$ naar de overheid. Een niet onbelangrijk gedeelte van de portie die naar het bedrijfsleven gaat, komt ten goede aan Nederlandse bedrijven, als men die gelijkstelt aan de bedrijven met de hoofdzetel in Nederland. Terwijl de totale kapitalisatie van de aan de Amsterdamse beurs genoteerde aandelen ongeveer 1% uitmaakt van de gesommeerde kapitalisaties van alle beurzen ter wereld, is bij voorbeeld van de middelen van de grootste Nederlandse aandelenfondsen (Robeco en Rolinco) 10 à 20% in „Nederlandse” aandelen belegd (11). Uiteraard vertonen deze percentages een variatie in de tijd. Financiering — via belegging in obligaties door fondsen — van overheden neemt toe in betekenis. Tien jaar geleden speelde dit nog geen rol (12). De huidige omvang blijkt uit tabel 2. Ook bij de beleggingsfondsen die in obligaties beleggen gaan de middelen voor een belangrijk deel naar de Nederlandse overheid. Bij de grootste van deze fondsen (Rorento) werd sinds de oprichting in 1974 gemiddeld 50% in Nederlandse overheidsobligaties belegd.

Het (grote) belang voor de Amsterdamse beurs (13)

In tabel 2 werd reeds aangegeven dat ultimo 1982 27 van de 45 vermelde beleggingsfondsen aan de Amsterdamse effectenbeurs waren genoteerd. Het totale aantal genoteerde Nederlandse aandelen bedroeg toen 251. Het interessante cijfermateriaal dat de Vereniging voor de Effectenhandel verzamelt en publiceert bevat (nog) niet de koerswaarden en omzetten per fonds. Ook bleek in een contact met de Vereniging dat in de rubriek „beleggingsmaatschappijen” niet steeds verwerkt zijn de cijfers van de beleggingsfondsen uit ons overzicht die hun zetel op de Nederlandse Antillen hebben. Daarom hebben de hierna volgende cijfers ten dele het karakter van een benadering.

In de eerste plaats: de *koerswaarde*. Ultimo 1982 bedroeg de koerswaarde van alle Nederlandse aandelen f. 67.483 mln. Voor de beleggingsmaatschappijen geeft de Vereniging ultimo 1982 een koerswaarde van f. 9.798 mln. Voegt men daaraan toe een geschat cijfer voor de „Antilliaanse” beleggingsmaatschappijen (Alrenta, Leveraged Capital Holding, New York Industrial Index Fund, Rorento, Tokyo Pacific Holding, TPH Seaboard en Viking Resources) dan levert dit een totale koerswaarde voor alle door ons in tabel 2 vermelde, aan de Amsterdamse beurs genoteerde beleggingsfondsen van ca. f. 15,1 mrd. (14). De schatting houdt in dat, met uitzondering van Rorento, waarvoor de exacte koerswaarde kon worden aangehouden, de koerswaarde ultimo 1982 gelijk is gesteld aan het netto actief uit tabel 2; mede als gevolg van het verschil tussen boekjaren en kalenderjaren is hier geen exactheid te bereiken.

Uit het voorgaande vloeit voort dat het aandeel van de 27 Nederlandse beleggingsfondsen in de koerswaarde van alle Nederlandse aandelen ultimo 1982 ongeveer 22% bedroeg. De vier grootste fondsen (Robeco, Rolinco, Rorento en Rodamco) maakten met een totale koerswaarde van f. 12,7 mrd. bijna 19% uit.

Vervolgens de *omzetten* ter beurze. De totale effectieve omzet (exclusief parallelmarkt) in Nederlandse aandelen bedroeg in 1982 f. 25.774 mln. De omzet van de beleggingsmaatschappijen volgens de cijfers van de Vereniging (naar bleek, ditmaal inclusief de fondsen die hun zetel op de Antillen hebben) bedroeg in 1982 f. 4.847 mln. Gerelateerd aan de eerder genoemde f. 25.774 mln. betekent dit dat de omzet van de beleggingsfondsen circa 19% bedraagt van de totale beursomzet in Nederlandse aandelen. De grote betekenis van de beleggingsfondsen voor de inkomsten van de beurs en voor het effectenbedrijf van banken en (overige) commissarissen komt uit deze cijfers duidelijk naar voren.

In het kader van de opzet van dit artikel beperken wij ons tot de betekenis van de beleggingsfondsen voor de Nederlandse beurs. De

beleggingsmaatschappijen die ook aan buitenlandse beurzen zijn genoteerd, hebben uiteraard ook voor die beurzen een betekenis. Zo was in verschillende jaren Rorento één van de aandelen met de hoogste omzet aan de Parijse beurs.

Evaluatie: voorkeur voor grote, algemene, open fondsen

Evaluatie is een wat pretentieuze woord. Hier is niet gedacht aan een vergelijkend oordeel over het rendement van de vermelde Nederlandse beleggingsfondsen. Voor een dergelijke — uiteraard per homogene groep te verrichten — taak, ontbreken de gegevens. Een oordeel over de „performance”, d.w.z. het totale rendement, heeft namelijk alleen inhoud indien die gerelateerd wordt aan het gelopen risico. Dat laatste ware alleen te beoordelen als men de beschikking zou hebben over de volledige beleggingsgegevens. Zelfs bij de goede verslaggeving die beleggingsfondsen doorgaans bieden is het gepubliceerde materiaal echter te enen male onvoldoende om tot een faire, vergelijkende beoordeling te komen.

Over de *kosten* valt wel iets te zeggen. Afgaande op gepubliceerde gegevens zijn de kosten bij de grote fondsen zowel aanzienlijk lager dan bij kleine fondsen als, op zich zelf gezien, zeer laag. Een kostenniveau van f. 0,20 à f. 0,30 per f. 100 deelnemend vermogen, zoals dat bij de grootste Nederlandse fondsen voorkomt, is in verhouding tot het totale rendement laag te noemen.

Dat de kosten bij grote fondsen duidelijk lager liggen dan bij kleine, ligt in de rede. Het beheer van een aandelenportefeuille van f. 5 mrd. kost lang niet vijf maal zoveel als dat van een portefeuille van f. 1 mrd.; belangrijke kostenposten hebben overwegend een vast karakter. Dit oordeel over kostenverhouding geldt zowel binnen de groep van de algemene als binnen de groep van gespecialiseerde aandelen- en obligatiefondsen. Uit beide categorieën een voorbeeld. Volgens de gepubliceerde cijfers over 1982 waren de kosten van het Amro Aandelen Fonds f. 0,52 en die van Robeco f. 0,25 per f. 100. De kosten van Tokyo Pacific Holding bedroegen f. 0,24, die van Bemco Japanse Waarden f. 0,73. Ook als men er rekening mee houdt dat de kostenregistratie niet overal dezelfde is, is de teneur duidelijk (15).

Het kan natuurlijk wel zijn dat de kosten — steeds gezien per f. 100 belegd vermogen — bij een algemeen fonds van bepaalde omvang niet lager liggen dan die van een gespecialiseerd fonds van aanzienlijk kleinere omvang. Die vergelijking is echter niet relevant, omdat twee zaken met een duidelijk verschillend risico worden vergeleken.

Bij de onroerend-goedfondsen ligt het kostenniveau hoger. De reden daarvan is dat de kosten van belegging/beheer daar, zoals bekend, aanzienlijk hoger liggen dan bij voorbeeld bij aandelen en obligaties. Aan te nemen valt dat, hoewel ook binnen de groep onroerend-goedfondsen bij toenemende grootte van het fonds een kostendegressie optreedt, die degressie geringer is dan bij aandelen en obligatiefondsen. Vergelijkingen aan de hand van gepubliceerde cijfers zijn hier extra moeilijk omdat juist bij onroerend-goedfondsen de verantwoording van de kosten van beheer op nogal uiteenlopende manieren plaatsvindt.

Voor de deelnemer in een beleggingsfonds zijn behalve de beheerskosten, waar tot nu toe over gesproken werd, ook de aan- en verkoopkosten van belang. Ofschoon deze kosten goeddeels een vastgelegd karakter hebben op grond van bindende provisiereglementen en belastingregels, lopen de gevraagde vergoedingen wel

11) Vanwege de betekenis die aan beleggingsfondsen voor de financiering van het bedrijfsleven wordt toegekend zijn in Frankrijk, België en Zweden fiscale faciliteiten gecreëerd voor particulieren die in beleggingsfondsen deelnemen.

12) Zie drs. E. L. Vervuurt, *Het functioneren van de collectieve belegging in de moderne samenleving*, Preadvies NIBE-jaarboek 1975.

13) De gegevens voor deze paragraaf werden ontleend aan *Beursplein 5 in cijfers* en aan verschillende jaargangen van *De Amsterdamse Effectenbeurs in...*, beide publikaties van de Vereniging voor de Effectenhandel. Voorts verstrekte de Vereniging op enkele punten nadere toelichting.

14) Ter vergelijking met dit totaalbedrag ad f. 15,1 mrd. zij vermeld dat Brezet de waarde van de activa van de genoteerde Nederlandse beleggingsfondsen ultimo 1954 berekende op f. 571 mln. J. C. Brezet, *Verschuivingen bij de Nederlandse investment-trusts*, *ESB*, 27 april 1955, blz. 331 e.v.

15) De gepubliceerde kosten per f. 100 beheerd vermogen vertonen bij Tokyo Pacific Holdings over de jaren grote verschillen.

uiteen, soms zelfs sterk uiteen. Een reden daarvan kan zijn dat sommige fondsen hier een winstbron wensen. Bij de onafhankelijke, als coöperaties werkende fondsen, komt dit niet voor 16).

De invloed van de aan- en verkoopkosten op het rendement, is uiteraard afhankelijk van de tijdsduur van de belegging. In de praktijk blijken de meeste beleggers voor een relatief lange periode deel te nemen. Inmiddels ontwikkelt zich het gebruik om bij overstappen op een ander fonds binnen dezelfde „groep” van beleggingsfondsen, de in rekening gebrachte kosten te verlagen.

Het belangrijkste blijft natuurlijk de kwaliteit van het beheer, tot uitdrukking komend in het bij een bepaald portefeuillerisico behaalde totale rendement (dat is de som van de door het fonds behaalde rente- of dividendontvangsten, vermeerderd met de waardestijging van de portefeuille). Hogere kosten kunnen in theorie door een beter totaal rendement volledig worden goed gemaakt. In de praktijk echter corresponderen hogere kosten waarschijnlijk eerder met een beperkte omvang van het fonds, dan met een beter beheer.

Is er, ten slotte, in het bestek van deze evaluatie, nog iets te zeggen over de vraag bij welk *soort* fonds de belegger in principe het beste terecht kan? Deze vraag kan moeilijk tot een zinnig antwoord leiden als met „soort” bedoeld wordt op de beleggingscategorie: aandelen, obligaties of onroerend goed. Het risicoprofiel dat de belegger wenst is hier al even bepalend voor de uitkomst als de vraag voor welke periode men zich het oordeel wil vormen. Algemene uitspraken zijn hier dan ook niet mogelijk.

Als met „soort” evenwel gedacht wordt aan de keuze tussen een algemeen en een gespecialiseerd (naar geografisch gebied of naar bedrijfstak) fonds kan het oordeel m.i. wat meer inhoud krijgen. Het gespecialiseerde fonds heeft, naar karakter, aantrekkelijke kanten. Het beheer kan zich in de gekozen specialisatie beperken en aldus een hoge kwaliteit bereiken. Alleen bij zéér grote algemene fondsen kan men zich een staf van vergelijkbaar kwaliteitsniveau permitteren. Bovendien valt waar te nemen dat sommige landen in bepaalde perioden een sterkere ontwikkeling doormaken dan andere (in de naoorlogse periode gold dit o.a. voor Duitsland en Japan). Ook kunnen bepaalde bedrijfstakken soms een bijzondere dynamiek vertonen; voorbeelden zijn de chemie, de olie-industrie en — recent — de met „high technology” aangeduide groep van bedrijven.

Een en ander betekent dat *wie op tijd overstapt*, van land naar land, van de ene bedrijfstak naar de andere, een relatief hoge „performance” kan bereiken. Het probleem zit echter juist in die voorwaarde. Welke belegger bezit de kennis en/of de feeling om op tijd over te stappen? De gemiddelde belegger is leek en zelfs de geavanceerde belegger beschikt niet over de informatie om tijdig de bakens te verzetten. En van de beheerder van het gespecialiseerde fonds mag niet worden verwacht dat hij z'n deelnemers adviseert om er uit te stappen. Die beheerder wil vol belegd zijn en zelfs liefst groeien. Daarom zal de doorsnee belegger een voorkeur hebben voor het algemene fonds. De beheerders daarvan kunnen zich vrij voelen om de accenten te verleggen naar hun inzichten, van land naar land, van bedrijfstak naar bedrijfstak. De praktijk laat ook zien dat dit bij algemene fondsen gebeurt. De bedoeling van de beheerder is geen andere dan die bij het gespecialiseerde fonds; de kans dat de positie van de belegger niet geoptimaliseerd wordt is echter kleiner 17).

Gelet op toe- en uitreden lijkt het (tweezijdig) open fonds het belang van de belegger doorgaans het beste te dienen. De koersvorming tegen intrinsieke waarde biedt een belangrijke garantie. Niet te ontkennen valt dat wie, bij een gesloten fonds, met een belangrijke „discount” ten opzichte van de intrinsieke waarde koopt, de kans heeft dat op het moment van verkoop die discount geringer is. Het kan echter ook zijn dat de afwijking van de intrinsieke waarde nog groter wordt. De doorsnee belegger zal deze ongewisheid liever vermijden; hij is ook veelal niet zeker zelf het moment van verkoop te kunnen bepalen.

Ten slotte: wij zagen bij de fondsen uit vroeger eeuwen soms een bijzondere zorg om het beheer los te maken van de effectenmakelaar, die geacht werd, via onnodig muteren in de portefeuille, extra provisies te willen verdienen. Het is de vraag of die zorg bij de huidige banken (=commissieairs)/beheerders nog nodig is. Zeker is dat bij de onafhankelijke beleggingsmaatschappijen dit probleem zich niet kan voordoen; deze hebben in essentie de trekken van een coöperatie 18).

De strekking van deze evaluatie is een voorkeur voor grote (wegens kwaliteit van de staf en beperking van de kosten), algemene (vrijheid om over te stappen), open (geen discount) beleggingsfondsen. De geschiedenis van de beleggingsfondsen heeft ook wel laten zien dat specifieke elementen in de opzet, veelal door bijzondere tijdsomstandigheden geurgeerd, op wat langere termijn evenzovele zwakheden bleken te zijn. Ook hier geldt weer: wie op het goede moment in het specifieke fonds zit kan er bijzondere voordelen door behalen. De kunst dat goede moment te bepalen is echter slechts aan weinigen gegeven 19).

Toekomst

De beschrijving van het verleden kan zorgvuldiger geschieden naarmate men zich meer kan oriënteren op betrouwbaar te achten bronnen. Het „betrouwbaar te achten” impliceert een element van voorzichtigheid. De verificatie van historische gegevens is immers

16) In verschillende landen worden bij de veelal door banken beheerde beleggingsfondsen soms aanzienlijke vergoedingen in rekening gebracht bij toe- en uitreden.

17) Gans wijst nog op een bezwaar tegen algemene fondsen, namelijk dat de spreiding van risico te ver wordt doorgevoerd. Bij kleine algemene fondsen kan zich dit bezwaar wel voordoen; grote algemene fondsen kan men in dit verband beschouwen als een bundeling van enkele gespecialiseerde fondsen. M. P. Gans, *Beleggingsleer en beleggingsfondsen*, blz. 148.

18) Het is jammer dat Ter Woorst in zijn recente studie hier geen aandacht aan besteedt. Dr. G. J. ter Woorst, *De coöperatieve onderneming*.

19) Berghuis is van mening dat de gespecialiseerde beleggingsfondsen „in het kader van de maatschappelijke arbeidsverdeling” „nauwelijks betekenis” hebben. Hij kwalificeert ze als modeverschijnselen. W. H. Berghuis, *Het beleggingsfonds en zijn verschijningsvormen*, Pre-advies NIBE-jaardag 1975.

veelal een lastige aangelegenheid en in bepaalde opzichten zelfs onmogelijk. Degene die het heden wil typeren heeft het op belangrijke punten niet moeilijk. De bronnen zijn nog volop toegankelijk en hij kan het voordeel hebben met de materie vanuit de praktijk vertrouwd te zijn. Waar de beschrijving overgaat in evaluatie noopt de korte afstand zowel als de betrokkenheid evenwel tot voorzichtigheid. Het hachelijkst blijft de taxatie van de toekomst. Niet voor niets gebruikt men bij deze bezigheid woorden als aftasten, verkennen, vermoeden.

Het is aannemelijk dat de toekomst van beleggingsfondsen niet los zal staan van nationale en internationale politieke, economische, sociale en vooral monetaire ontwikkelingen. Ingrijpende veranderingen in de wereldeconomie zouden elke prognose voor beleggingsfondsen tot een slag in de lucht maken; daarom moet dan ook van dramatische economisch-monetaire bewegingen geabstraheerd worden.

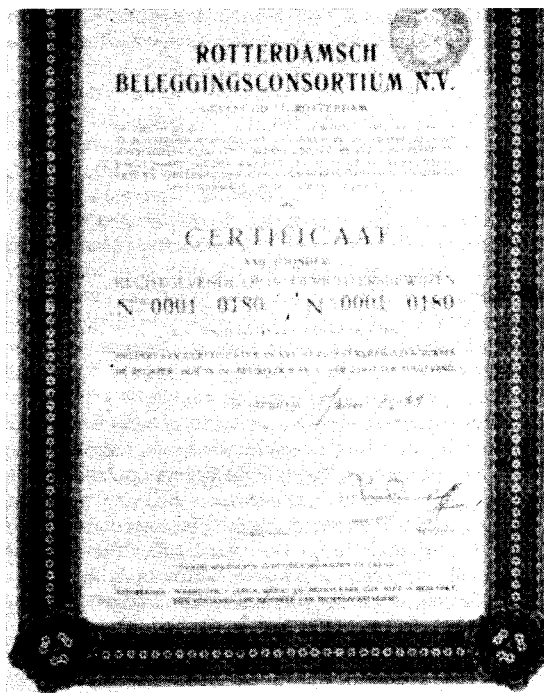
Terugkeer naar hoge inflatie zal vooral van invloed zijn op de voorkeur *binnen* de groep van beleggingsinstellingen. We zagen het eerder. Vooral de belangstelling voor onroerend-goedfondsen zal dan toenemen en, afhankelijk van de conjunctuur, ook die voor aandelenfondsen.

In de moderne, hoog ontwikkelde samenlevingen, zal ook het *fiscale* een factor van gewicht blijven. De huidige interesse voor specifieke spaar/beleggings/verzekeringsvormen is niet los te denken van bestaande fiscale faciliteiten. De voortzetting van bestaande en invoering van nieuwe belastingfaciliteiten resp. -handicaps is moeilijk te prognostiseren. Waarom hebben sommige landen met linkse regeringen (Frankrijk, Zweden) fiscale regelingen die de particuliere aandelenbelegging stimuleren en andere landen met niet-linkse regeringen (Nederland) niet? Het aannemelijkst lijkt overigens de terugkeer van de waardering voor de betekenis van het (particuliere) bedrijfsleven voor werk en welvaart; die is al aan de gang trouwens. Met die trend lijkt de kans op fiscale aanmoedigen voor aandelenbelegging, ook in Nederland, eerder groter dan kleiner te worden. *Beleggingsfondsen die aan ter zake te stellen eisen voldoen zullen van zulk een ontwikkeling profiteren.*

Bij de evaluatie van de huidige Nederlandse beleggingsmaatschappijen, in de vorige paragraaf, is gewezen op voordelen van grote, algemene, open fondsen. Het is niet goed in te zien dat die voordelen in de toekomst van minder betekenis zouden worden.

Naar de beleggingscategorie gezien ware een verdere relatieve groei van de obligatiefondsen zeker denkbaar. De betekenis van de obligatie in het geheel van de financieringsinstrumenten – en daarmee van de beurshandel – is, met de functie van de overheden, belangrijk gegroeid in de afgelopen decennia. Door de sterke rentewisselingen is de koersbeweging van obligaties jaren lang groter geweest dan die van aandelen. Voor de internationale obligatiebelegging komt daar de, dikwijls forse, invloed van de valutaschommelingen nog bij. Ook de toepassing – in de VS reeds nu op grote schaal – van „nieuwere” instrumenten als opties en futures heeft hier z'n invloed. Men kan van mening verschillen over de vraag of obligatiebelegging ooit een probleemloze zaak was. Zeker is dat het thans een vak is geworden.

Deze conclusie of, zo men wil, stelling vormt 'n geschikte inleiding tot een laatste kanttekening bij de toekomst van beleggingsmaatschappijen. Te zamen met de ontwikkeling in de welvaart, in de



techniek, in de communicatie van de voorbije decennia, is het geheel van voor de belegging relevante factoren – in welke categorie dat ook: aandelen, obligaties of onroerend goed – exponentieel toegenomen. Ook het aanbod van produkten en diensten is sterk gegroeid. Een versimpeling van het wereldbeeld en een versmalling van het aanbod is redelijkerwijs niet te voorzien. Deze ontwikkeling leidt ertoe dat het aantal mensen dat zich op een bepaald terrein (veelal terecht) leek voelt, toeneemt. In een toekomst van die snit lijkt er een reële behoefte te moeten bestaan aan beleggingsinstellingen. De vraag of in die behoefte adequaat voorzien zal worden is er altijd weer een die bepaald wordt door de aanwezigheid van initiatief, creativiteit, innovatie, kortom van de menselijke factor.

Die toenemende gecompliceerdheid van het beleggen die een gespecialiseerd, hoog ontwikkeld vakmanschap vereist, zal ook niet zonder gevolgen kunnen blijven voor de institutionele belegger. Slechts enkele, zeer grote instituten, kunnen zich van een staf voorzien die een beheersing van deze materie in eigen kader mogelijk maakt. Verreweg de meeste pensioenfondsen, stichtingen enz., zullen tot een meer verantwoord – bij gegeven risico profijtelijker – beleggingsbeleid komen door samenwerking òf door delegatie aan derden. Aan beide oplossingen zijn voor- en nadelen verbonden. Het lijkt niet gewaagd om te veronderstellen dat de reeds thans waarneembare trend dat behalve particulieren, in toenemende mate ook institutionele beleggers van, uiteraard gekwalificeerde, beleggingsfondsen gebruik maken, zich in de toekomst in versterkte mate zal voortzetten.