

vele Fortune 500-bedrijven en overheden, en dat voor de overige 10 procent voor eigen rekening handelt en belegt, moet MS het voor een groot deel van de omzet (42% in 2010) hebben van 'retail brokerage'. Tot dit onderdeel behoort sinds eind 2009 ook Smith Barney, een commissionairsbedrijf waarin MS een belang heeft van 51 procent (de rest zit bij Citigroup), maar dat voor de volle 100 procent in de resultatenrekening is geconsolideerd (vorig jaar werd een winstaandeel voor het minderheidsbelang van 1 miljard dollar opgenomen).

In het retailbedrijf, dat wordt aangeduid als Wealth Management, heeft MS 18.000 mensen voor zich aan het werk op 850 locaties in vooral de Amerikaanse thuismarkt. In totaal adviseerden ze eind 2010 over een belegd vermogen van 1.669 miljard dollar, waarvan 470 miljard (28%) in de vorm van beheer waartegen een vermogensbeheervergoeding wordt genoten. Over de overige 72 procent van het vermogen bestaat de vergoeding uit louter effectenprovisie. In totaal bedroegen de opbrengsten vorig jaar 11,5 miljard, een gemiddelde vergoeding van 0,7 procent over het totaal aan beheerd en geadviseerd vermogen.

Daarnaast onderscheidt MS nog Asset Management (6% van de omzet), waartoe vooral beleggingsfondsen en andere beleggingsproducten moeten worden gerekend. Dankzij de bijdrage van Smith Barney verdubbelde vorig jaar de omzet uit deze activiteiten. Op het punt van performance doet MS, met een outperformance gedurende drie, vijf en tien jaar voor 70 procent van de langetermijnbeleggingsstrategieën, het beter dan GS.

Iets meer dan de helft van de omzet behaalt MS uit de handel voor en dienstverlening aan institutionele klanten. Het eigenlijke zakenbankieren, zoals beursintroducties (ipo's), aandelenemissies, plaatsing van leningen en fusiebemiddeling maakt daarvan weer een kwart uit. In enkele segmenten van de markt voor investment banking ligt MS voor op GS, zoals in de verzorging van aandelenemissies en de aandelenhandel waarin de zakenbank wereldwijd marktleider is. In M&A nam GS (370 deals ter waarde van 554,5 miljard dollar) vorig jaar echter de eerste plaats van MS (394 deals voor een bedrag van 538,1 miljard dollar) over.

Anders dan bij GS steeg bij MS de gemiddelde personeelsbeloning en wel met 5 procent, maar de 255.281 dollar waarmee

de werknemers van MS vorig jaar gemiddeld mee naar huis gingen blijft toch nog 40 procent achter bij die van hun collega's bij GS.

### MS BETER GEPOSITIONEERD

Goldman Sachs en Morgan Stanley worden beide getroffen door rigoureuze veranderingen in het financiële systeem, waarvan de uitkomsten nog lang niet te overzien zijn. Het zwaartepunt in de activiteitenmix kan een aanwijzing inhouden voor het risico waarmee deze fondsen zijn omgeven. GS heeft een grote blootstelling aan obligatiemarkten, terwijl MS meer georiënteerd is op aandelenmarkten.

Het jaar 2011 wordt in brede kring beschouwd als het jaar van het aandeel, vooral gemotiveerd door het feit dat bij toenemende inflatedruk en oplopende rente, obligaties minder aantrekkelijk worden. Zowel op het gebied van beursintroducties als in het

retailaandelenbedrijf is MS beter dan GS gepositioneerd om van het veranderend tijt te profiteren. Het voordeel van de ruime rentespreads dat GS in 2009 genoot is het afgelopen jaar sterk verminderd en zal bij verdere normalisatie van de rentemarkt uiteindelijk geheel ongedaan worden gemaakt. De gevolgen van reputatieschade vormen een extra risicofactor.

GS wordt momenteel met een totale marktkapitalisatie van 97 miljard dollar ruim twee keer zo hoog gewaardeerd als Morgan Stanley. Voor een belangrijk deel is dat te verklaren door een hoger rendement op het eigen vermogen (2010: 10,4% tegen 6,9% bij MS). De laatste heeft echter meer ruimte dan GS om het kostenpeil nog verder structureel te verlagen. Als MS dit jaar op haar grotere rivaal kan inlopen, zal op de beurs het waarderingsverschil tussen beide ten gunste van MS moeten worden verminderd. ■

### MORGAN STANLEY (MS)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011T	2012T
Zakenbankieren	4.706	6.316	4.057	5.020	5.122	6.500	7.000
Handels- & Beleggingsresultaten	13.583	6.455	1.547	6.688	11.231	12.000	13.000
Commissies & Vermogensbeheer	7.977	10.145	9.288	10.117	12.904	13.500	14.000
Netto rente-inkomen	1.865	2.786	3.367	772	864	1.000	1.200
Overig inkomen	209	776	3.852	837	1.501	1.500	1.700
Totale opbrengsten	28.340	26.478	22.111	23.434	31.622	34.500	36.900
Salarissen en bonussen	-13.593	-16.122	-11.887	-14.434	-16.048	-16.500	-17.000
Overige operationele kosten	-6.353	-7.580	-9.087	-8.017	-9.372	-9.800	-10.300
Winst voor belasting	8.394	2.776	1.137	983	6.202	8.200	9.600
Belasting	-2.469	-576	21	341	-739	-1.968	-2.400
Buitengewone baten/lasten	1.117	816	408	82	239	0	0
Minderheid belang	-15	-40	-71	-60	-999	-1.200	-1.300
Pref. dividend	0	0	0	-2.253	-1.109	-500	-500
Nettowinst (\$ mln)	7.027	2.976	1.495	-907	3.594	4.532	5.400
Kosten/batenratio	70%	90%	95%	96%	80%	76%	74%
Eigen vermogen (\$ mrd)	35,4	31,3	50,8	46,7	56,9	60,0	63,0
Balanstotaal (\$ mrd)	1.121,2	1.045,4	659,0	771,5	850,0	900,0	950,0
Financiële hefboom (leverage)	31,7	33,4	13,0	16,5	14,9	15,0	15,1
Uitstaande aandelen	1.010	1.002	1.028	1.185	1.512	1.550	1.600
Winst per aandeel (verwat.)	\$7,07	\$2,98	\$3,84	-\$0,77	\$2,63	\$2,92	\$3,38
Dividend	\$1,08	\$1,08	\$1,08	\$0,17	\$0,20	\$0,40	\$0,80
Koers ult. & 28/1/11	\$81,43	\$53,11	\$16,04	\$29,60	\$27,21	\$29,04	
K/W	11,5	17,8	4,2	--	10,3	9,9	8,6
Marktkapitalisatie (\$ mrd)	82,3	53,2	16,5	35,1	41,1	45,0	