

VOORZITTER:

Niels Haring, TKP Investments

DEELNEMERS:

Peter Dietvorst, PGB Pensioendiensten

Roul Haerden, Kempen

Chris Hamer, BNY Mellon

Wouter de Kok, MN

Han van Manen, PGGM

Rishma Moennasing, Rabobank

Kees Verbaas, Altis Investment Management

Deze Ronde tafel is tot stand gekomen in samenwerking met BNY Mellon.

Foto: Roger Cremers Photography



SUPERIEURE EXTERNE MANAGERS ZIJN MOEILIJK TE VINDEN

Door Hans Amesz

De selectie van externe managers is een belangrijke en tijdrovende bezigheid. Hoe ziet het selectieproces eruit? Welke analyses worden gedaan voordat een externe vermogensbeheerder wordt geselecteerd? Wanneer wordt de samenwerking met een externe manager beëindigd?



Wat is de toegevoegde waarde van een professionele partij voor de selectie van externe vermogensbeheerders en hoe onderscheiden jullie je van anderen?

Wouter de Kok: 'Een professionele partij beschikt over een goed toegerust team om uitgebreid onderzoek te doen. Wij beschikken over een van de grootste en meest ervaren selectieteams van Nederland. Het team is opgeleid in een groot aantal beleggingscategorieën. Zo weten onze opdrachtgevers zich gesteund door specialisten voor managerselectie, portefeuilleconstructie en dagelijkse monitoring voor alle asset classes die wij beheren.'

Kees Verbaas: 'Met een gespecialiseerde partij kun je besparen op management fees. Wij bundelen veel assets van verschillende partijen waardoor we over een sterke inkoopkracht beschikken.'

Rishma Moennasing: 'De toegevoegde waarde zit niet alleen in het selecteren van managers. Je moet ze kritisch blijven monitoren om te zien of ze hun werk nog steeds goed doen.'

Peter Dietvorst: 'Voor specifieke beleggingscategorieën werken wij samen met strategische adviseurs. Naast extra kennis, capaciteit en toegang tot managers, wordt er geprofiteerd van het bundelen van assets met andere klanten, wat tot kostenvoordelen leidt.'

Roul Haerden: 'Wij besteden veel tijd en aandacht aan het intensief monitoren van managers. Ons selectieteam bestaat uit specialisten met een verschillende achtergrond, wat een groot voordeel is.'

De Kok: 'De doelstellingen van opdrachtgevers zijn niet statisch. Een actueel voorbeeld daarvan is het structureren van beleggingen in lijn met de Sustainable Development Goals

> **Niels Haring** is sinds 2014 Head of Equities & Fixed Income bij TKP Investments, waar hij sinds 2003 in dienst is. TKP Investments is een zelfstandig opererende business unit binnen Aegon Asset Management. Haring is het grootste gedeelte van zijn carrière al actief in asset management. Voordat hij naar TKP Investments kwam, werkte hij ruim vier jaar als beleggingsadviseur bij de Rabobank. Haring studeerde Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen met als specialisatie financiering en belegging. Hij is een CFA® charterholder.





> **Peter Dietvorst** is Hoofd Manager Selectie bij PGB Pensioendiensten. Hij begon bij PGB Pensioendiensten in 2014 als Manager van het Externe Managers team. Hier is hij verantwoordelijk voor het team dat externe managers selecteert en monitort voor aandelen, vastgoed, infrastructuur, alternatieve vastrentende waarden en private equity. Dietvorst startte zijn carrière in 2004 als Investment Analyst bij Pensioenfonds Akzo Nobel. In 2006 werd hij Portefeuille Manager Externe Managers voor aandelen en vastgoed. Hij is afgestudeerd in Bedrijfseconomie aan de Universiteit van Tilburg, met als specialisaties Financieel Economisch Management en Beleggingstheorie.

van de Verenigde Naties. Een professioneel selectie- en monitoring-team, dat dicht bij zijn opdrachtgevers staat, begrijpt waar veranderingen in klantbehoeften vandaan komen en kan daarnaar handelen.'

Han van Manen: 'Wij trachten ons te onderscheiden op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen en ESG-integratie. Wat betreft de selectie van managers voeren wij een peer-analyse uit. Dat doen we niet alleen vanuit een financieel perspectief. We letten er ook op welke managers de beste zijn vanuit een maatschappelijk verantwoord perspectief, zonder dat we daarbij schade berokkenen aan de financiële criteria.'

Wat zijn de belangrijkste determinanten van managervaardigheden en hoe belangrijk is de kwaliteit van het beleggingsteam van de externe vermogensbeheerder?

Haerden: 'De structuur van het beleggingsproces moet dusdanig zijn dat het proces te allen tijde herhaald kan worden. Ook de kwaliteit en de stabiliteit van het team van de externe manager staan bij ons hoog in het vaandel. Wij zien graag beleggingsteams die al een hele tijd samen zijn, zodat je weet dat mensen goed met elkaar kunnen samenwerken. Veranderingen in het team kunnen voor ons een reden zijn om een oranje vlag te geven.'



Moennasing: 'Ik wil graag meer weten van de externe manager dan alleen hoe zijn beleggingsproces eruitziet. Wat zijn biografie is, hoe zijn track record is, welke fondsen hij voorheen gemanaged heeft en wat de resultaten zijn van de strategieën, waarom hij een bepaald bedrijf verlaten heeft en opnieuw bij een andere asset manager is begonnen bijvoorbeeld.'

Chris Hamer: 'Managers van de onderzoeksteams bij de internationale bedrijven zijn op zoek naar robuuste en herhaalbare processen, naar contrarisch denken, en richten zich in toenemende mate op managers die overtuiging tonen door middel van geconcentreerde portefeuilles met een hoge active share.'

Verbaas: 'Wij kijken vooral ook naar het risicomanagement en besteden veel aandacht aan het analyseren van transacties om skills te kunnen vaststellen.'

Zouden jullie ook bereid zijn te investeren bij een team dat net is weggegaan bij een asset manager waar het lang gewerkt heeft en is overgestapt naar bijvoorbeeld een boutique of zelf een eigen firma heeft opgericht?

De Kok: 'Ik denk dat dit tien tot vijftien jaar geleden gebruikelijker was dan tegenwoordig. Wij prefereren een zekere mate van voorspelbaarheid en daarmee toekomstbestendigheid. Voortzetting van een relatie met een team dat naar een boutique gaat of een eigen firma opricht, past daar niet bij. Denk aan het 'business continuity risk'. Wij zullen alternatieve wegen, zoals herallocatie van middelen over de resterende beheerders. We volgen beslist niet zomaar het team.'

Hamer: 'Het hangt ervan af of het proces is gebaseerd op een individuele 'star' fund manager, of op een team. Als het laatste het geval is, is het belangrijk dat bij een wisseling het hele team naar een nieuwe asset manager gaat. We hebben veel voorbeelden gezien van manager selectors die bereid zijn hun assets over te hevelen naar de nieuwe firma van de vermogensbeheerder.'

Moennasing: 'De diversiteit van het team is belangrijk. Wij geloven in gediversifieerde teams: mannen, vrouwen, verschillende achtergronden, verschillende opleidingen

enzovoort, want dan krijg je meer creatieve ideeën. Uit onderzoek blijkt ook dat teams met een hoge diversiteit betere beleggingsresultaten behalen.'

Verbaas: 'Een goed track record van ten minste drie jaar bij hetzelfde bedrijf geldt als ons uitgangspunt, maar als een team zich bij een vorige partij bewezen heeft, kunnen we daar ook van afwijken.'

Dietvorst: 'Een bepaalde mate van teamverloop vinden we aantrekkelijk omdat dit zorgt voor nieuwe visies en doorgroeimogelijkheden geeft, wat mensen kan stimuleren.'

Van Manen: 'Het gaat erom nieuwe talenten in een team te krijgen, waardoor een team ontstaat dat aan blijft sluiten bij skills waar veranderende financiële markten om vragen.'

Welke analyses worden gedaan voordat een externe vermogensbeheerder wordt geselecteerd?

De Kok: 'Wij onderscheiden vijf criteria op hoofdlijnen: Parent, People, Process, Performance en Planet. Daaronder valt een uitgebreide set aan kwantitatieve en kwalitatieve subcriteria. Aan de hand van die criteria leveren we diverse analyses op, variërend van 'holdings based' onderzoek en aandacht voor materiële ESG-risico's tot de wijze waarop het beloningsbeleid van de beheerder is vormgegeven.'

Haerden: 'We passen verschillende tools en stappen toe in het analyseren van een manager voordat die geselecteerd wordt. Eerst maken we een zogenoemde long list die na onderzoek wordt teruggebracht tot een short list. Tevens schakelen we ook ons netwerk in tijdens dit proces om managers te sourcen en uiteindelijk wordt er een manager definitief geselecteerd. Dat hele selectieproces, dat is gebaseerd op de zes onderdelen: Strategy, Organisation, Portfolio, Performance, ESG en Operations, duurt bij ons twee tot drie maanden.'

Hamer: 'Recent zijn manager selectors zich meer bewust geworden van gedragsvooroordelen en nemen het zoeken ernaar op in hun selectieprocessen. Zij voeren een hele reeks op holdings

gebaseerde analyses uit alvorens zij een manager ontmoeten om vervolgens diens handelspatronen te identificeren en tijdens een face-to-face bijeenkomst hem met vragen te testen op deze cognitieve en emotionele vooringenomenheid.'

Van Manen: 'Een van de grote verschillen met tien jaar geleden is dat het nu veel meer een diepte-analyse op basis van lijnen in de portefeuille is. Overigens kan ik nog een paar P's toevoegen: Portfolio, Price, Philosophy.'

Verbaas: 'Voor een toenemend aantal klanten worden managers geselecteerd op ESG-kenmerken. In enkele gevallen komen die zelfs op de eerste plaats en is performance secundair.'

In welke mate passen jullie je search- en due diligence-proces aan per asset categorie?

Dietvorst: 'We hebben in principe één versie en die passen we elke keer weer aan.'

Hamer: 'Als het gaat om private markets en de meer liquide gebieden, is het veel moeilijker om in de verschillende boxen van de databases en de traditionele analytische tools te passen. Dat is veel uitdagender en vaak zijn managers nodig om toegang te verschaffen tot 'dataruimten' om deze soorten strategieën goed te kunnen analyseren, vanwege de eigendomsrechtelijke en gevoelige aard van de gegevens.'

Haerden: 'Elke asset class heeft zijn eigen specifieke kenmerken en hier houden we bij de selectie ook rekening mee. Echter, de aanpak van ons due diligence proces wijzigt niet, alleen de inhoudelijke focus op de details is elke keer maatwerk.'

Is er in de minder liquide categorieën sprake van meer engagement met de externe vermogensbeheerder?

De Kok: 'In de illiquide portefeuilles kan engagement met een beheerder een goed middel zijn om zorgen te bespreken en weg te nemen, bijvoorbeeld door te sturen op een ruimere personele bezetting. Daarmee kunnen onnodig forse transitiekosten worden vermeden.'

> **Roul Haerden** is sinds augustus 2015 werkzaam bij Kempen als Senior Portfolio Manager in het Multi Management Team, met specialisatie vastrentende waarden in de brede zin van het woord. Hiervoor werkte Haerden bij PGGM en Doctors Pension Fund in een vergelijkbare rol met als aandachtsgebied Fixed Income, Hedge Funds, Commodities en Real Estate. Hij startte zijn loopbaan in 2000 bij APG Investments waar hij zich bezighield met asset allocatie vraagstukken en het beheer van overlay portefeuilles. Haerden is afgestudeerd in Bedrijfskunde voor de Financiële Sector aan de Vrije Universiteit en is tevens RBA- en DSI-geregistreerd.





> **Chris Hamer** werkt sinds mei 2017 bij BNY Mellon Investment Management als Head of Consultant relations. Hiervoor was Hamer Consultant Relations Director bij Columbia Threadneedle, waar hij verantwoordelijk was voor de relaties met consultants in de UK en Europa en voor de grootste strategische relaties. Daarvoor werkte hij zeven jaar bij AllianceBernstein (AB) als Consultant Relationship Manager, waar hij heeft gewerkt aan een scala aan produkten voor de grotere consultants. Hamer is zijn carrière begonnen bij Russell Investments als Research Associate in het UK & Europees aandelenteam, verantwoordelijk voor managerselectie en multi-manager funds. Hij heeft een Bachelor of Science in Economics & Business Finance van de Brunel University.

Verbaas: 'Waar wij in het selectieproces zeer op letten, is de juiste governancestructuur, zodat de belangen van het management gelijk lopen met die van de asset owner en zodat je enige invloed uit kunt oefenen op de portefeuille.'

Zijn er bepaalde asset classes en/of regio's waar het moeilijker is om externe managers te selecteren?

Moennasing: 'In een meer efficiënte markt is het heel moeilijk echt goede asset managers te vinden. Daarom maken we voor de efficiënte markten gebruik van meer passieve fondsen en voor de inefficiënte markten, zoals frontiers-, emerging markets en voor thema's, van actieve managers.'

De Kok: 'Vanuit beleggingsperspectief is dat inderdaad onze ervaring. Daarom de keuze om bepaalde asset markten passief in te vullen. Daarnaast kunnen culturele en taalverschillen ervoor zorgen dat de pensioenbelegger en asset manager elkaar moeilijk of zelfs niet begrijpen.'

Van Manen: 'Klanten krijgen steeds specifiekere wensen, dat maakt het moeilijker om managers te vinden die echt aansluiten bij hun voorkeuren. Verder, als we kijken naar nieuwe ontwikkelingen als bijvoorbeeld impact investing, zijn daar op dit moment niet zoveel gekwalificeerde managers voor te vinden, met name als de klant op dit gebied eigenlijk al van de hoed en de rand weet.'

Dietvorst: 'Daar letten wij ook op. De karakteristieken van de individuele externe manager die je wilt selecteren, worden steeds specifiek. Dit zorgt ervoor dat je universum in een aantal gevallen kleiner wordt.'

Moennasing: 'Het mooie daarvan is dat je aan co-creatie kunt doen. Je kunt op zoek gaan naar bepaalde managers voor het verstrekken van infrastructuur en kennis, en vervolgens je wensen formuleren en samen iets creëren, vooral op het gebied van impact investing.'

Van Manen: 'Ik ben het daarmee eens, maar als je nog een stap verder zet, kan het nog moeilijker worden als de asset manager en de klant hun eigen beleggingsovertuigingen hebben die met elkaar kunnen botsen.'

Moennasing: 'Ja, maar in goed overleg kun je samen iets moois maken.'

Besteden jullie delen van het managerselectieproces uit aan externe derde partijen?

Verbaas: 'In principe besteden we niet uit. We maken niet altijd de naam van de klant bekend.'

Van Manen: 'In ons geval gaat het niet zozeer om anonimiseren. Het gaat erom of het efficiënt is en ons het juiste controletraject verschaft, tenminste in het geval van RFP networks.'

De Kok: 'Wij hebben de kwaliteit in huis om het onderzoek zelf te doen. Wanneer wenselijk, worden daarbij wel databases van externe partijen gebruikt.'

Dietvorst: 'Wij besteden sommige delen van de zoektocht wel uit, maar we zorgen wel voor de controle over het hele proces. Daardoor verloopt de zoektocht efficiënter, bijvoorbeeld omdat we niet allerlei telefoontjes krijgen die we moeten beantwoorden. Dit scheelt capaciteit en geeft automatisch een goede audit-trail van selectietrajecten. Aan de illiquide kant werken we samen met speciaal geselecteerde strategische partners, waarmee we kennis delen en waardoor we toegang krijgen tot potentiële andere illiquide partijen die we niet kennen. Dat alles betaalt zich uit.'

Wanneer vervangen jullie een externe manager of beëindigen jullie de samenwerking met hem? En hoe lang tolereren jullie underperformance?

Haerden: 'We kijken elk kwartaal naar de organisatie, operaties, strategie, performance, portefeuilles en ESG van onze externe managers. Als we iets tegenkomen waar we het niet mee eens zijn, hijsen we de oranje vlag en intensiveren we de dialoog met de betreffende manager. Als de situatie niet verbetert, is dat een reden om de rode kaart te trekken en het contract met de externe manager eventueel op te zeggen. Daar gaan uitvoerige discussies in het beleggingsteam en met de manager aan vooraf. Over het algemeen huren we externe managers voor langere tijd in, de gemiddelde externe manager blijft zo'n zes tot zeven jaar. Wat betreft de tolerantie met betrekking tot

underperformance, die is afhankelijk van de beleggingsstijl van de betreffende externe manager. We kijken dus niet alleen naar underperformance, maar ook naar de omstandigheden waaronder die tot stand is gekomen.'

Maar bestaat er wel een grens die niet overschreden mag worden?

Van Manen: 'Het gaat er inderdaad om of de underperformance logisch verklaarbaar is. Daarnaast speelt de klant-tolerantie met betrekking tot underperformance een rol. Ten derde gaat het om de afweging tussen transitiekosten en de verwachte verbetering die gemoeid is met de managerswitch.'

Verbaas: 'Wij onderscheiden twee categorieën van redenen om afscheid van een manager te nemen. De ene categorie wordt gevormd door 'harde stops', bijvoorbeeld een breach van de richtlijnen, een verandering in het beleggingsteam of een fundamentele verandering van zijn beleggingsproces. De andere categorie vraagt om nader onderzoek en beoordeling, bijvoorbeeld van de performance van de manager, maar ook van de capaciteit in zijn strategie.'

Moennasing: 'Omdat de selectie van managers nogal subjectief is, hanteren we allerlei criteria van zowel kwalitatieve als kwantitatieve aard. Dat helpt om niet al te zeer te hangen aan een bepaalde fund manager of beleggingsstijl. We hanteren een performance-criterium voor drie en vijf jaar, wat inhoudt dat we ook objectieve criteria hebben. Drie jaar underperformance op rij doet bijvoorbeeld allerlei bellen rinkelen, we onderzoeken dan of het fair is om in een bepaalde strategie te blijven investeren.'

In welke mate betrekken jullie bij de selectie van een externe vermogensbeheerder aspecten die te maken hebben met maatschappelijk verantwoord beleggen en ESG-integratie?

Haerden: 'ESG is een integraal deel van onze manier van selecteren. Als wij een bepaalde belegging van de externe manager niet willen, omdat deze op een uitsluitingslijst staat, gaan we een discussie met hem aan. In het verleden hebben we daar vaak succes

mee gehad. We stimuleren ook dat de manager eventueel diepgaand in gesprek gaat met een onderliggend bedrijf om een beter ESG-profiel van zijn onderneming te bewerkstelligen.'

Verbaas: 'Uiteraard nemen we ESG-factoren mee, dat is cruciaal in het soort onderzoek dat we doen. We zien dat ESG voor klanten steeds belangrijker wordt. We richten ons vooral op die beleggingen met ESG-factoren, die geen concessies doen aan het rendement.'

Van Manen: 'ESG is ook een verplicht onderdeel van ons selectieproces, hoewel ik nooit een klant hebben horen zeggen dat ESG belangrijker is dan de financiële doelen. Uiteraard is ESG voor de ene klant belangrijker dan voor de andere. Bij de selectie van externe managers beoordelen we ze als bedrijf, beoordelen we de beleggingsstrategie en bekijken we hoe actief ze eigenaarschap betonen. Dan stellen we vragen als: 'Hebben ze de juiste governance?' en 'Zijn ze industrieleiders?' Op basis van die drie elementen ontstaat een totaal-indruk.'

Moennasing: 'Bij ons is ESG eigenlijk het startpunt. Het kan zijn dat we managers vragen meer aandacht aan ESG te besteden. Daarmee zijn we in de afgelopen jaren succesvol geweest, al onze managers hebben bijvoorbeeld de Principles for Responsible Investment van de Verenigde Naties (UN PRI) ondertekend. ESG is mainstream geworden, dat is een hele goede ontwikkeling.'

Dietvorst: 'Wij geven er de voorkeur aan dat asset managers de UN PRI ondertekenen. Maar als ze daar bijvoorbeeld te klein voor zijn en toch heel goed werk doen, gaan we daarover in discussie met ons pensioenbestuur om dit type managers aan te bevelen. Dan moeten we natuurlijk wel een goed verhaal hebben over hoe zij met ESG omgaan.'

Hamer: 'Bij wereldwijde beleggingsadviseurs en managerselectors zie ik een enorme trend naar ESG, die nu in vrijwel alle selectieprocessen expliciet schijnt te zijn. Zij willen oprecht bewijs zien van de integratie van ESG in het beleggingsproces, wat zich uit in face-to-face managementgesprekken met de bijbehorende vragen. Bijvoorbeeld: Heeft u niet in dit aandeel belegd vanwege een governance issue? Bestaat er een risico dat te maken heeft met klimaatverandering? Heeft uw ESG-team vetorecht? Zier

> **Wouter de Kok** begon zijn loopbaan in de financiële sector bij een bank voor vermogende particulieren. In 2006 maakte hij de overstap van Private Wealth Management naar institutioneel vermogensbeheer bij MN. Als Senior Fundmanager Fixed Income is hij primair verantwoordelijk voor het selecteren en monitoren van vermogensbeheerders voor de vastrentende waarden portefeuilles van de opdrachtgevers van MN. De Kok richt zich primair op Investment Grade en High Yield, waarvoor hij ook het Investment Committee van MN adviseert.





> **Han van Manen** heeft de verantwoordelijkheid voor de extern beheerde Public Markets FGR's van de afdeling External Management bij PGGM. Van Manen startte zijn carrière in 1994, na zijn studie Economie, bij het Economisch bureau van ING. In 1995 werd de Rabobank zijn nieuwe werkgever en in 1999 vervolgde hij zijn loopbaan bij Kempen & Co. In 2001 trad hij in dienst bij PGGM waar zijn activiteiten betrekking hadden op passief en actief, intern en extern beheer, van zowel aandelen als vastrentend.

gedetailleerde vragen om te testen of het alleen om marketing gaat of dat ESG echt geïntegreerd is in het proces.'

Moennasing: 'We zien dat fondsmanagers in hun model ESG gebruiken: bijvoorbeeld een risicopremie voor ESG in hun discounted cashflowmodel. Dat is een positieve ontwikkeling.'

De Kok: 'De zwaarste beslissingen aangaande ESG-kwesties nemen wij zelf. Dit resulteert meer en meer in toegesneden universums en benchmarks om de externe manager niet een (te) dual mandaat – financieel/ ethisch – te geven. Niettemin verwachten we dat externe beheerders materiële ESG-kwesties in hun beleggingsanalyses meenemen en daarmee een gedegen sparringpartner voor ons zijn op dit terrein.'

Op welke manier houden jullie bij de selectie van externe vermogensbeheerders rekening met klimaatrisico's?

Dietvorst: 'Wij erkennen deze risico's die steeds vaker voorkomen. We onderzoeken in hoeverre onze externe managers een klimaatbeleid hebben en hoe daar rekening mee wordt gehouden. Daarnaast kijken we of ze iets met de Task Force on Climate-related Financial Disclosures doen en wat hun visie daarop is. We zijn nog steeds bezig om te achterhalen wat de

klimaatrisico's voor ons betekenen en hoe managers ermee moeten omgaan.'

Van Manen: 'Wij verkleinen onze negatieve footprint en bovendien is klimaat een van de vier thema's bij impact investing.'

De Kok: 'Om een bijdrage te leveren aan klimaatdoelen, kijken we met ESG-criteria in de hand kritisch naar het beleggingsuniversum. In de praktijk betekent dit bijvoorbeeld dat op basis van die criteria het aantal aandelenbezittingen wordt teruggeschroefd of geheel verkocht. De verkoop van aandelen in kolenproducenten is daarvan een actueel voorbeeld. Ook voor andere beleggingscategorieën geven we externe beheerders kaders mee, zoals het landenkader voor onze Emerging Market Debt-strategieën.'

Wat zijn de effecten van regelgeving door toezicht-houders als De Nederlandsche Bank (DNB) op het selecteren van externe vermogensbeheerders?

Verbaas: 'Die bestaan uit verschillende onderdelen. Een daarvan is neerwaartse druk op de kosten, er wordt aandacht voor ESG gevraagd en de noodzaak voor een trustee om de investeringen te kunnen uitleggen, neemt toe. Verder moet het selectieproces grondig gedocumenteerd worden.'

De Kok: 'Pensioenbestuurders moeten in control kunnen zijn over hun uitbestede beleggingen. Daarom hebben wij al enige tijd geleden afscheid genomen van minder transparante en/of complexe vermogenscategorieën. De in- en externe governance, vastlegging en décharge zijn van essentieel belang geworden.'

Van Manen: 'Ik denk dat we nu allemaal veel meer klerk zijn geworden.'

Er zijn onderzoeken die aangeven dat de gemiddelde actieve manager de markt niet structureel kan verslaan. Heeft het niettemin zin te kiezen voor actief management?

Moennasing: 'Ik vergelijk het met een schoolklas. De meeste managers zijn middelmatige leerlingen, maar er zijn er nog steeds die echt uitstekend zijn in het werk dat ze doen. Ze doen



hun werk zeer gepassioneerd, zowel ten aanzien van het beheren van fondsen als het vinden van goede ideeën. Ze spannen zich meer in om de juiste vragen aan bedrijven te stellen en om echt interessante beleggingsmogelijkheden te vinden. Wij zijn op zoek naar deze managers en ze zijn ook te vinden. In onze industrie praten we met zoveel managers dat we werkelijk een onderscheid kunnen maken tussen excellente en 'gewone' managers. Lichaamstaal spreekt in dit verband vaak boekdelen.'

Hamer: 'Het is een enorme uitdaging voor een actieve manager die een rendementstroom genereert die in wezen een factor-exposure repliceert en die hiervoor aanzienlijke beheerkosten in rekening brengt. Het toepassen van passief beleggen in veel van de ontwikkelde en efficiënte markten, heeft de markt in een soort 'barbell' gedwongen. Vooral in aandelen is er aan de ene kant sprake van smart beta en passief en aan de andere kant van zeer hoge actieve aandelen, sterk geconcentreerde portefeuilles, met daartussen weinig vraag.'

Haerden: 'Voor sommige asset classes richten wij ons vooral op actief management, maar we bieden ook, waar mogelijk, passieve oplossingen aan. High yield, bank loans en Emerging Market Debt zijn nog steeds categorieën die zich goed lenen voor actief beleid, maar ook hier doen passieve oplossingen hun intrede. Het hangt overigens echt af van de beleggingscategorie zelf, dus ik denk dat je niet kunt zeggen dat actief per se de beste oplossing is voor alle categorieën. Maar er zijn echter nog asset classes, vooral in de niet-beursgenoteerde beleggingsmogelijkheden, waar dit wel het geval is.'

Verbaas: 'De gemiddelde manager zal het gemiddelde niet verslaan, maar een professionele manager selector, die tijd en middelen heeft om de betere managers te vinden, kan beslist toegevoegde waarde leveren.'

In hoeverre heeft de opkomst van passief management het landschap van actief management veranderd?

De Kok: 'De opkomst van passief management in meer dan alleen aandelen heeft de toolkit voor pensioenfondsen en andere asset owners uitgebreid. De concurrentie voor actief management – die

zich ook uit in scherpere beheersvergoedingen – is daarmee vergroot. Voor onze opdrachtgevers richten wij ons, waar mogelijk, echter steeds meer op actieve structurering van de beat, in plaats van volgend te zijn op een rule set van een benchmarkleverancier.'

Van Manen: 'Passief beleggen in fixed income houdt in dat je de grootste exposure hebt naar de obligatie uitgevende instellingen met de hoogste schuld. Beleggingstechnisch is dat vreemd. Aan de aandelenkant kunnen we concluderen dat de index kleiner is dan het beleggingsuniversum, dus als passieve belegger pak je niet alles. En bovendien stimuleert indexering kuddegedrag, wat uit beleggingsoogpunt niet verstandig is. Ik zou dus zeggen dat zuiver passief beleggen ook verstandiger kan. Dus zoek naar een vorm tussen actief en passief in. Wat betreft factor investing, het spectrum is veranderd. Vroeger had je alpha en beta, nu hebben we alpha, beta en factor investing daartussenin. Ik denk dat het heeft geleid tot een meer gestructureerde benadering van wat we vroeger alpha noemden. Het hielp om de kosten te verlagen, iets wat onze klanten en toezichthouders graag zien.'

Dietvorst: 'We maken steeds meer actieve keuzes met betrekking tot het type benchmark dat we als startpunt nemen. Willen we een equal weight benchmark of niet? Willen we een standaard Amerikaanse high yield-benchmark of een high quality high yield-benchmark? Enzovoort. We denken steeds meer na over wat in het begin de beste manier is om je universum en je benchmark te structureren om daarna dan de juiste manager te kiezen.'

Verbaas: 'Wij adviseren onze klanten een multi-factor benadering als alternatief voor passief beleggen, omdat daardoor een beter gediversifieerde portefeuille ontstaat.'

Moennasing: 'Vanwege de opkomst van passief staan de fees van de asset management industrie onder druk. Asset managers worden gedwongen voor een bepaalde strategie te kiezen. De benchmarkknuffelaars moeten hun fees verlagen of ze moeten actiever worden. In de afgelopen jaren hebben we daarom veel fusies in de industrie gezien. Asset managers hebben een voorsprong als ze meer duidelijkheid over hun core business verschaffen.'

> **Rishma Moennasing** is als Senior Manager Selection Equities al ruim 10 jaar werkzaam bij Rabobank Nederland. Ze is ook verantwoordelijk voor het verduurzamen van het beleggings- en managerselectieproces en voor de engagement met asset managers over hun ESG beleid. Voordat ze bij Rabobank kwam, was ze in dienst bij ABN AMRO Private Banking & Asset Management waar ze ook verantwoordelijk was voor de manager selectie. Verder is Moennasing actief als sustainability consultant (vrijwillig) bij de VBDO waar ze betrokken is bij duurzame beleggingsresearch en de engagement met beursgenoteerde bedrijven om hun focus op ESG-factoren en de SDG's te vergroten.





> **Kees Verbaas** is Chief Investment Officer bij Altis Investment Management, een onafhankelijk onderdeel van NN Investment Partners. In deze rol adviseert Verbaas institutionele beleggers bij het samenstellen van portefeuilles en het selecteren van externe vermogensbeheerders in alle asset categorieën. Hiervoor was hij Hoofd Fund Management bij Blue Sky Group en Hoofd Global Emerging Markets bij Hermes (Londen) en bij ABN AMRO Asset Management. Aan het begin van zijn carrière werkte Verbaas als Management Consultant voor de Europese Commissie en de Wereldbank en leidde hij de Nederlandse Handelsdelegatie in Rusland.

Hoe belangrijk zijn de vermogensbeheerkosten in het selectieproces?

Verbaas: 'Die maken een cruciaal onderdeel uit van het selectieproces, maar lage kosten zijn niet heilig. We leggen de nadruk op rendement ná kosten.'

De Kok: 'Met het oog op een lange termijn, duurzaam financieel resultaat, vinden wij kostenbeheersing in alle lagen van de vormgeving van de pensioenportefeuille belangrijk. Ook op het niveau van de managerselectie.'

Haerden: 'Kosten zijn, denk ik, een typisch Nederlands issue. Buiten Nederland is men veel minder gericht op de kosten en kijkt men meer naar het totale verwachte rendement. Externe managers zullen hun kosten wel eerder in Nederland verlagen dan elders.'

Hamer: 'Vanuit het perspectief van een wereldwijde consultant zou ik zeggen dat fees nu hoger op de agenda staan dan ooit tevoren. Vroeger was het: loop eerst door het proces en vraag pas daarna hoeveel het kost. Nu staan kosten veel meer centraal in de discussie. In het Verenigd Koninkrijk is van overheidswege een DC (defined contribution)-plafond opgelegd, wat betekent dat beleggingsstrategieën die daarboven geprijsd zijn niet geschikt

zijn voor DC. Het gaat niet alleen om directe kosten, maar ook om indirecte.'

Van Manen: 'En nog een aanvulling: het gaat om de kosten/prijs in relatie tot de geleverde kwaliteit.'

Wat is de invloed van technologie op het vakgebied van manager selectie?

Haerden: 'Automatisering helpt bij het beter toegankelijk maken van data waardoor we ook beter kunnen monitoren. Ik denk niet dat onze bezigheden kunnen worden vervangen door robots, want uiteindelijk gaat het om menselijke interactie/handelen en interpretaties hiervan die lastig te uniformeren zijn. De mens is nu eenmaal geen rationeel handelend wezen.'

Verbaas: 'De rekenkracht van computers heeft ons leven makkelijker gemaakt. We kunnen beter analyseren waarom een manager in de toekomst wellicht kan outperformen.'

Moennasing: 'Je ziet dat steeds meer fund managers kunstmatige intelligentie en data gebruiken voor hun beleggingsproces. Bij het selecteren van managers is het dus van groot belang dat je begrijpt wat die managers op technologisch gebied doen.'

CONCLUSIE

Het selecteren van goede externe vermogensbeheerders kost veel tijd en aandacht. Daarbij spelen niet alleen financiële maar ook sociale en maatschappelijke criteria een rol. Over het algemeen wordt de voorkeur gegeven aan een zekere mate van voorspelbaarheid en daarmee toekomstbestendigheid van de externe managers. De selectieprocessen zijn gebaseerd op nogal wat onderdelen, zoals strategie, ESG, organisatie en performance. Bij de selectie wordt ook rekening gehouden met het feit dat elke asset class zijn eigen specifieke kenmerken heeft. De aanpak van het due diligence-proces wijzigt niet, alleen de inhoudelijke focus op de details is elke keer maatwerk.

In een meer efficiënte markt is het heel moeilijk echt goede asset managers te vinden. Wat betreft de tolerantie met betrekking tot underperformance, die is onder meer afhankelijk van de beleggingsstijl van de betreffende externe manager. Er wordt ook gekeken naar de omstandigheden waaronder de underperformance tot stand is gekomen. ESG geldt in de meeste gevallen als een verplicht onderdeel van het selectieproces. Er zijn onderzoeken die aangeven dat de gemiddelde actieve manager de markt niet structureel kan verslaan. Dat neemt niet weg dat er nog steeds managers te vinden zijn die hun werk echt uitstekend doen.