

VOORZITTER:

Peter Sennema, Achmea Investment Management

DEELNEMERS:

Brian Brandsma, Vontobel Asset Management

Bert Leffers, Leffers Consultancy

Freddy van Mulligen, Achmea Investment Management

Matthew Ross, Univest Company

Ramon Tol, Blue Sky Group

Kees Verbaas, Altis Investment Management

Frans Verhaar, bfinance Netherlands

Wouter Weijand, Providence Capital

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Vontobel Asset Management.

Foto's: Ruben Eshuis Fotografie



ACTIEVE MANAGERS HEBBEN GEDULD EN EEN BELEGGINGSFILOSOFIE DIE NIET VERANDERT TIJDENS CYCLI

Door Jan Jaap Omvlee

Klantperspectief, actief versus passief, factorpremies, consistentie in stijl, de rol die performance speelt in het monitoren van managers, de prijs van alpha – deze en andere onderwerpen kwamen aan bod tijdens de levendige ronde tafel ‘Active Investing in Equities’.



Hoe kijken klanten aan tegen beleggen in aandelen en welke trends zien jullie daarin?

Kees Verbaas: 'Wij zien onder meer de beweging van actief naar passief en het feit dat meer pensioenfondsen kiezen voor ESG in hun portfolio's. Multifactorbeleggen is een andere trend.'

Frans Verhaar: 'Voor ons geldt hetzelfde: meer belangstelling voor ESG-strategieën en belangstelling voor zowel wereldwijde strategieën als voor Azië en Japan. Daarnaast is er een aanhoudende vraag naar smart beta en komen steeds meer klanten naar ons toe voor passieve asset allocatie.'

Freddy van Mulligen: 'We bedienen meerdere klanten met meerdere smaken. Afgelopen jaar zagen we een beweging naar passief. Een belangrijkere trend van dit moment is multifactorbeleggen, die is nog belangrijker dan traditioneel beleggen.'

Ramon Tol: 'We zien vooral – helaas – de beweging naar passief en als tweede trend: smart beta.'

Matthew Ross: 'We hebben altijd een hoge allocatie naar actieve strategieën gehad en we zien de laatste jaren de trend van passief naar multifactorstrategieën.'

Bert Leffers: 'Ik zie dezelfde trends. Anderzijds zie ik ook een grote consistentie in het beleggingsbeleid. Zo zag ik bij een verzekeraar een fundamenteel-georiënteerde aandelenportefeuille met een jarenlang volgehouden buy-and-hold strategie.'

Brian Brandsma: 'Ik ben een actieve manager en we hebben geen passieve producten. Ik ben een groot voorstander van actief beheer, maar ik ben misschien wat bevooroordeeld.'

> **Peter Sennema** werkt sinds 2005 bij Achmea Investment Management en sinds 2008 als Hoofd van de afdeling externe managers. Hij is sinds 1996 werkzaam in de financiële industrie en heeft altijd bij vermogensbeheerders voor pensioenfondsen gewerkt. In het begin van zijn loopbaan werkte hij als Portefeuille Manager Europese Aandelen, daarna is hij overgestapt naar het selecteren van externe managers. De afdeling is verantwoordelijk voor het selecteren en monitoren van externe managers voor alle asset classes, zoals aandelen, vastrentende waarden, vastgoed en alternatives. De afdeling adviseert over meer dan euro 60 mrd.





> **Brian Brandsma** is Portefeuille Manager/Senior Research Analyst, Executive Director bij Vontobel Asset Management. Hij trad hier in dienst in november 2002. Hij is portefeuille manager van de Far East Equity strategie en plaatsvervangend portefeuille manager van de Emerging Markets Equity strategie. Voor hij in 2002 bij VAMUS in dienst kwam, werkte Brandsma sinds 1998 als Senior Associate en Analist bij Sanford C. Bernstein & Co. Brandsma behaalde zijn MBA in Finance and Accounting aan de New York University Stern School of Business en zijn BS in Finance aan de Grand Valley State University in Michigan.

Wouter Weijand: 'Onze klanten accepteren onze combinatie van actieve en passieve strategieën waarbij we selectief zijn aan de actieve kant. Er zijn een aantal families die vooral kijken naar kosteneffectieve oplossingen, dus veelal passief, en daar zorgen we dan ook voor. Multifactorbeleggen is een opkomende en groeiende trend.'

Wat drijft klanten naar deze trends?

Weijand: 'Zowel onze klanten als wijzelf realiseren ons hoe moeilijk het is om actieve managers te vinden die op de lange termijn succesvol zijn. En daarom kiest men voor bijvoorbeeld 'enhanced index beleggen'. Vaak is er sprake van een hybride oplossing, die je een lagere tracking error geeft. De kans om alpha te genereren is misschien niet spectaculair maar wel consistentere dan de traditioneel volatielere alpha. Ik denk dat dat de beweging verklaart.'

Zien we in de pensioenfondsomgeving dezelfde trends, waaronder passief beleggen, ESG en multifactorbeleggen?

Ross: 'Ik denk dat onze beweging van passief naar actief gedreven wordt door ESG. Langetermijnbeleggers willen niet te veel waarde hechten aan indices, zeker niet op de korte

termijn. Indices zijn gebaseerd op prijzen, die irrationeel kunnen bewegen.'

Heeft dat te maken met de corporate filosofie?

Ross: 'Ja, wij hebben een sterke ESG-filosofie maar moeten ook een sterke performance behalen.'

Verbaas: 'Het wordt voor institutionele beleggers een steeds belangrijker thema. Onze klanten vragen ons regelmatig om maatwerk ESG-selecties te verrichten. Asset managers spelen steeds beter in op de toenemende vraag, dus hier kan een goede selectie echt waarde toevoegen voor de klant.'

Weijand: 'Er wordt wel gezegd dat je geen keuze hebt voor ESG met passief beleggen, maar er zijn een aantal indexproviders die ESG-exposure geven.'

Van Mulligen: 'Je kan engagen met de bedrijven in een index die hun ESG-profiel willen verbeteren op dat punt. Het is ook mogelijk om je ESG te verbeteren in het passieve domein.'

Ross: 'Engagen is inderdaad mogelijk en je kan een aantal bedrijven uitsluiten. Het gaat erom hoeveel ESG-exposure je wilt. Ook al beleg je in MSCI-indices: sommige daarvan zijn eigenlijk actief, dat is het probleem. Veel beleggers die bewegen naar multifactorindices denken dat deze passief en erg veilig zijn, maar vele daarvan zijn erg actief.'

Verhaar: 'De beweging naar passief betekent ook dat een deel van je risicobudget beschikbaar komt voor andere, meer gefocuste nichestrategieën. Daarom denken we dat er altijd kansen zijn voor actieve strategieën, zelfs als de trend naar passief blijft bestaan.'

Tol: 'Ik vraag me af in hoeverre de push naar passief expliciet of impliciet ook niet een beetje is veroorzaakt door de regelgever. Die kan het niet afdwingen maar impliciet wel aansturen op meer passief management.'

Leffers: 'Mijn antwoord zou zijn: als je iemand vraagt te rapporteren op een bepaald gebied, bijvoorbeeld over de



kosten van vermogensbeheer, dan ligt daar de focus op en het doel zal dan worden om de kosten terug te dringen. Dat zal dan ook gaan gebeuren.'

Je ziet de dat de asset management sector beweegt van het behalen van actieve alpha naar meer rule-based beta-gedreven. In welke mate is de sector in staat om alpha te behalen, bijvoorbeeld in emerging markets?

Brandsma: 'Je ziet in emerging markets dat er op dit moment erg weinig feitelijk passief beheer plaatsvindt. Je moet erkennen dat, wil passief beheer echt werken, je daarvoor een redelijk goed gereguleerde, efficiënt werkende markt nodig hebt en de markten zijn daar nog niet aan toe. Er is nog steeds ruimte om waarde toe te voegen in emerging markets.'

Weijand: 'Het is nog steeds niet makkelijk om in emerging markets alpha te behalen. Vijf, zes jaar geleden had 90% van de actieve fund managers in emerging markets een underperformance. Men onderschatte de impact van kosten en trading. Ook waren er te veel assets verzameld om alpha te creëren. In frontier markets heb je actief beheer echt nodig: daar hoor je enkele weken voor de indexherziening welke aandelen erin en eruit gaan. Passieve beleggers zijn daar in het nadeel.'

Verbaas: 'Naar onze overtuiging is emerging markets een categorie met voldoende inefficiënties om actief beheer te adviseren. De managers die wij voor onze klanten geselecteerd hebben, weten nog steeds een solide outperformance te behalen.'

Van Mulligen: 'Het is een minder efficiënte markt en de kosten zijn hoger. En de breedte is ook minder groot dan die van ontwikkelde markten. Een aantal jaren geleden was het een worsteling om goed te presteren in emerging markets maar vandaag de dag is dat wel iets anders. Het lijkt makkelijker om een goede performance neer te zetten in emerging markets, vergeleken met ontwikkelde markten.'



Tol: 'Mijn ervaring is dat de toegevoegde waarde van actief management mogelijk onderhevig is aan cyclische bewegingen. Emerging markets is een categorie waar actief management structureel lijkt te werken. In de VS worstelen actieve managers echter al jaren met het leveren van toegevoegde waarde, met als gevolg een sterke beweging naar passief management in deze regio. De teleurstellende performance werd hier volgens mij sterk gedreven door marktomstandigheden die mogelijk nu ten goede keren voor actief management. Veel pensioenfondsen houden echter vast aan hun core satellite benadering, met passief management in de meest efficiënt geachte markten en actief in minder efficiënt geachte markten. De enorme flow naar passief in bijvoorbeeld de VS creëert zeker mogelijkheden voor actief management aldaar.'

Verhaar: 'Inhakend op het punt van core satellite: dat zie je al gebeuren. De beweging naar passief opent nieuwe mogelijkheden in actief beleggen; dat is de manier waarop markten moeten werken als ze efficiënt zijn, omdat niet iedereen passief kan zijn. Er zullen altijd actieve managers zijn die inefficiënties uitbuiten en het laaghangend fruit plukken.'

> **Bert Leffers** is onafhankelijk Investment Consultant sinds 2010. Hij richt zich op vermogensbeheeradvies aan pensioenfondsen en verzekeraars. Bovendien is hij beschikbaar voor beleggingscommissies. Sinds 2010 beheert hij een beleggingsportefeuille met een absolute return strategie. Voordat Leffers zijn bedrijf startte, werkte hij meer dan 10 jaar voor Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars als Portfoliomanager Aandelen, Beleggingsstrateeg en Hoofd Beleggingen. Voor SPO heeft hij lesgegeven aan pensioenfondsbestuurders op het gebied van Asset Allocatie en Risicomanagement.





> **Freddy van Mulligen** is als Portefeuille Manager en Manager van het team Liquide Externe Managers bij Achmea Investment Management verantwoordelijk voor het portefeuille ontwerp, de selectie en de monitoring van externe vermogensbeheerders. Van Mulligen begon bij Achmea IM in 2011. Daarvoor was hij Hoofd Research bij Morningstar Benelux (2000-2011) en een van de oprichters van de Benelux-vestiging van Morningstar. Van Mulligen's carrière in vermogensbeheer begon in 1996 bij Robeco. Hij is afgestudeerd in Algemene Economie (monetaire variant) aan de Rijksuniversiteit Groningen en heeft de VBA-opleiding voltooid.

Is alpha op de lange termijn echt zo moeilijk te vinden? Hoe kijkt een believer in alpha daar tegenaan?

Brandsma: 'In al onze global strategieën volgen we hetzelfde beleggingsproces, en in al onze producten genereren we alpha op een langetermijnbasis, van vijf of tien jaar. En als ik het moet samenvatten komt het in feite neer op één woord: geduld. Als langetermijnbelegger, vooral op het gebied van professioneel fondsbeheer, is het erg zeldzaam om een echte growth manager te vinden die een langetermijnaanpak heeft, daar waar de gemiddelde holding period meer dan vijf jaar is. We beheren een zeer op de lange termijn gerichte groeiportefeuille waarbij we zoeken naar bedrijven van goede kwaliteit waarvan we verwachten dat de waarde ervan in de aandelenmarkt zal toenemen. Dus als je ons in een stijlcategorie zou plaatsen, zijn er perioden waarin we underperformance of outperformance laten zien, maar op de lange termijn brengt het een zeer laag betaproduct voort en hoge alpha, met een veel lagere standaardafwijking.'

Wat is jullie definitie van 'geduld' en hoe gaan klanten daarmee om?

Brandsma: 'Voor elke asset manager is het de uitdaging om een groep beleggers om zich heen te verzamelen die gelooft in

jouw filosofie, over geduld beschikt, en geen druk op je uitoefent als je elk kwartaal underperformance laat zien. Het is belangrijk dat je niet onder druk gezet wordt om je beleggingsfilosofie te veranderen alleen om aan hun eisen tegemoet te komen. Daarom zijn we selectief in wat we doen en gaan we niet in zee met bedrijven die niet de juiste fit hebben met ons beleggingsproces.'

Leffers: 'Teleurstelling over performance in het verleden is een van de redenen waarom steeds meer pensioenfondsen kiezen voor meer passieve beleggingen.'

Van Mulligen: 'Het gaat ook om communicatie. De meeste pensioenfondsen hebben een langetermijnhorizon, maar in werkelijkheid zijn twee jaar van underperformance erg moeilijk uit te leggen en valt het ze zwaar om daarvoor geduld op te brengen.'

Ross: 'Het hangt er ook vanaf hoe je georganiseerd bent. Binnen een fund-of-funds structuur is er soms minder zichtbaar focus op het feit dat een manager minder presteert en ziet men alleen het totaal aan beleggingen.'

Verbaas: 'Gelukkig accepteren de meeste van onze klanten dat een actieve manager niet elk kwartaal de benchmark kan verslaan. Zij begrijpen dat je het geheel van actieve managers kunt zien als een portefeuille die het op termijn beter moet doen dan de beleggingsdoelstelling.'

Wat zoeken jullie in actieve managers? Hoe selecteer je deze actieve managers?

Verhaar: 'Wij zoeken managers met een heldere beleggingsfilosofie en een gestructureerd proces - van idea generation tot portefeuilleconstructie. De ratio van de manier waarop wordt belegd is essentieel en is meestal door ervaring tot stand gekomen, waardoor de manager uitgesproken ideeën heeft over wat hij zoekt in zijn portefeuille. Een actieve manager is iemand die in de loop der tijd een bepaalde filosofie en aanpak heeft ontwikkeld met een eigen beleggingsfilosofie. Wij vinden dat dit proces consistent moet worden toegepast en niet dient te veranderen gedurende de cycli.'



Verbaas: 'Wij zoeken managers met een duidelijke beleggingsfilosofie, een gedisciplineerd proces en een gedegen track record. De portefeuille moet de filosofie en het proces weerspiegelen.'

Tol: 'Cultuur is misschien ook interessant om te noemen. Hoe werken teamleden samen en hoe komen de beslissingen tot stand? Wat zijn de incentives? En uiteraard wil je altijd passie in beleggen zien. Deze elementen zijn niet gemakkelijk te vinden in een RFP-proces. Om dat te bepalen, moet je bij de managers op bezoek gaan.'

Weijand: 'Voor het track record is het ook belangrijk dat beleggingsteams gedurende langere tijd bij elkaar blijven en misschien daarvoor een incentive krijgen. Niet toegeven aan 'style drift' is daarbij van groot belang. Managers die in de problemen komen bij een negatieve alpha kunnen immers wijzigingen aanbrengen in de beleggingsstijl of in het beleggingsproces, vooral wanneer ze achteropraken en niet genoeg geduld kunnen opbrengen.'

Brandsma: 'Geduld maakt echt het verschil. Als gevolg van druk kunnen asset managers weg bewegen van hun beleggingsstijl. Het is moeilijk om een asset manager te vinden die werkelijk een langetermijnvisie heeft en de perioden van underperformance kan uitzitten. Want als je vasthoudt aan een bepaalde beleggingsfilosofie, ga je ook door perioden van underperformance heen. Onze focus ligt op high quality, dus in perioden van een low-quality rally of een cyclische rally zullen we underperformance hebben. Maar we voelen niet de druk van beleggers om dat weer goed te maken in mindere perioden.'

Van Mulligen: 'Voor ons is het ook belangrijk dat asset managers een zekere rol spelen in hun multi-managerportfolio. Ze moeten niet alleen standalone een goede manager zijn. Dit raakt ook het onderwerp 'style drift', wat het ergste is dat een manager kan doen. Timing is moeilijk in elke portefeuille in een institutionele context. Je kunt met timing veel geld verdienen maar ook veel geld verliezen.'

Als langetermijnbelegger is het erg zeldzaam om een echte growth manager te vinden die een langetermijnaanpak heeft.

Op de vraag 'waar kijk je naar bij een actieve manager?' krijg ik steeds min of meer hetzelfde antwoord, maar de uitkomsten zijn wel verschillend. Hoe komt dat?

Verhaar: 'Ik denk dat het erg afhangt van de situatie. Sommige managers moeten passen binnen de bestaande portefeuille zodat er de beperking is van enkele bestaande mandaten. Je kunt als pensioenfonds bepaalde eisen hebben ten aanzien van het niveau van de footprint die een asset manager in Nederland heeft en de ervaring die hij heeft met de Nederlandse regelgeving. Dit zijn zeer subjectieve criteria voor een asset manager, die goed werken voor het ene pensioenfonds maar helemaal niet relevant zijn voor het andere pensioenfonds. Dus puur door te kijken naar deze zeer subjectieve criteria die mensen gebruiken wanneer ze een asset manager beoordelen, levert dat uiteindelijk een andere shortlist op.'

Ross: 'Dat herken ik. Wat ik nog wil toevoegen is dat we in de laatste jaren proberen het aantal managers dat we gebruiken te consolideren uit kostenoverwegingen. We kijken dus naar ons bestaande boek met managers om te zien wie het beste past. Doorgaans is dat niet het geval omdat we houden van 'style focused' managers met een eenduidige filosofie. Het is dus onwaarschijnlijk dat je eenzelfde manager krijgt die past op meerdere plaatsen. Maar dat is wel het eerste waar we naar kijken.'

Verbaas: 'Bij Altis is de database ons vertrekpunt. Daarin zitten duizenden managers met hun portfolio's. We doen dus een analyse op basis van holdings, gevolgd door bezoeken van onze teams van selectiespecialisten die de wereld afreizen op zoek naar nieuwe managers.'

> **Matthew Ross** werkt al ruim vijf jaar bij Uninvest Company. Hij is Senior Vermogensbeheerder. In die hoedanigheid ondersteunt hij het beheer van drie equity funds van active managers. Daarnaast is Ross de manager van een Noord-Amerikaans aandelenfonds met een sterke focus op duurzaamheid. Voorheen heeft hij als beleggingsconsultant gewerkt bij een middelgroot bedrijf in de Verenigde Staten. Ross heeft een MSc graad van de Universiteit van Amsterdam en hij is een CFA Charterholder.





> **Ramon Tol** is afgestudeerd Econoom (UvA) met een specialisatie in beleggingstheorie, financiering en kwantitatieve economie. Tol werkt sinds februari 2000 bij Blue Sky Group, waar hij als Senior Fund Manager Aandelen medeverantwoordelijk is voor manager selectie & monitoring. Tol is betrokken geweest bij het opzetten, implementeren en verder ontwikkelen van het manager selectie & monitoring proces binnen BSG. Hij spreekt regelmatig op congressen en publiceert regelmatig in diverse vakbladen, waaronder twee artikelen over 130-30 strategieën in de Journal Of Portfolio Management, een artikel over Low Volatility in de Journal Of Investing en recent twee artikelen over transitie management in de Journal Of Trading.

Van Mulligen: 'Dat lijkt sterk op ons proces. We praten met veel mensen in de markt, maar wanneer we beginnen met zoeken, kijken we ook naar databases, zoals eVestment en Morningstar – grote databases met duizenden opportuniteiten – en we brengen dat terug tot een shortlist en een advies dat we presenteren aan onze klanten.'

Tol: 'Wij beginnen ook met een database-analyse. Interessant is dat de meeste partijen die managers selecteren min of meer beginnen met database- en performance-analyse. Eigenlijk zou ik bij het filteren van de managers eens wat minder gebruik willen maken van historische resultaten, maar dat is niet gemakkelijk. Misschien moeten we meer op zoek gaan naar andere (niet-performance gerelateerde) objectief meetbare criteria in het selectieproces? Op dat gebied is helaas weinig onderzoek beschikbaar, alhoewel ik de laatste tijd steeds meer papers zie opduiken.'

Leffers: 'Wat ik weet van hedge fund managers is dat jonge startende hedge fund managers meestal een betere gemiddelde performance behalen dan de meer gevestigde collega's. Ik denk dat er eenzelfde trend is bij actieve managers in aandelen.'

Een echt typische Nederlandse vraag: hoeveel mag alpha kosten? Wat zijn jullie bereid te betalen voor alpha?

Verbaas: 'Goede performance heeft zijn prijs. Wij kijken naar nettoperformance, dus naar de resultaten boven de benchmark na kosten. Het is wel van belang om de totale kosten in relatie tot het totale rendement te beschouwen, dus de hoogte van de toelaatbare kosten verschilt per asset categorie.'

Leffers: 'Het theoretische antwoord zou zijn: kijk naar de nettoperformance op basis van de risico's en op basis daarvan bepaal je of je tevreden bent. In de praktijk kijken institutionele beleggers vaak naar wat ze betalen en proberen ze vervolgens de kosten te drukken. Dat is een trend.'

Verhaar: 'Wanneer beleggers beginnen aan een selectieproces, moet je eerst een goede discussie met ze hebben. 'Wat zijn je verwachtingen op het gebied van alpha?' Want als je alleen maar uitgaat van beperkingen – dit mag niet, dat mag niet – dan kan het zijn dat het ineens niet meer voldoet aan de alphaverwachtingen. En dat tegen lage fees uiteraard. Als daar een 'disconnect' zit, dan moet er vanaf de start duidelijkheid zijn over de verwachtingen in de markt. Anders leidt dat uiteindelijk tot teleurstellingen.'

Ross: 'We betalen asset management fees en onze fees zijn gebaseerd op de omvang van de assets. Het is niet iets wat ik graag doe maar ik weet niet of er een betere oplossing voorhanden is.'

Tol: 'Ik denk dat een vergoeding op basis van een 'lump sum' bedrag een interessante optie is, die in de praktijk helaas nog weinig voorkomt. Waarom zou je een manager betalen voor een stijging van de markt? Bij een performance fee speelt ook de vraag: gaat een manager harder voor jou werken wanneer hij beloond wordt op basis van outperformance? Een performance fee kan bovendien de verkeerde incentives creëren. Bij een sterke underperformance kan het actief risico verhoogd worden om de kansen op een performance fee te vergroten. Andersom kan een manager juist het actief risico



> **Kees Verbaas** is Chief Investment Officer bij Altis Investment Management, een onafhankelijk onderdeel van NN Investment Partners. In deze rol adviseert hij institutionele beleggers bij het samenstellen van portefeuilles en het selecteren van externe vermogensbeheerders in alle asset categorieën. Hiervoor was Verbaas 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.



verlagen als het mandaat op dat moment een performance fee genereert om op die manier de nog bestaande performance fee 'in te locken'. Overigens kun je beide situaties monitoren door het actief risico goed in de gaten te houden.'

Brandsma: 'Wanneer wij naar bedrijven kijken, zoeken we managers die hun belangen parallel laten lopen met die van de aandeelhouders en ik denk dat hetzelfde geldt voor asset managers. We zoeken asset managers die een incentive krijgen om te proberen de markt te verslaan. Er is inderdaad het risico dat zij meer risico zullen gaan nemen bij underperformance. Er is geen gemakkelijk antwoord op deze vraag, maar 'alignment' van belangen is daarbij belangrijk. Het is ook belangrijk dat je met fondsmanagers werkt die eigen geld steken in het fonds. Dat creëert een 'alignment of interests'.'

Van Mulligen: 'De prijs van alpha moet laag zijn. Persoonlijk houd ik niet van performance fees. Uiteindelijk betaal je de manager dan twee keer; eerst om zijn werk te doen en daarna nog eens voor het behalen van alpha. Ook op het gebied van administratie zijn performance fees lastig. Ik hoop dat we over vijf jaar allemaal met 'lump sum fees' werken, maar ik zie dat nu nog niet gebeuren.'

Ross: 'Ik denk dat een fixed fee de inkomstenstroom veel minder cyclisch maakt. Het kan voordelig zijn vanuit het standpunt van de asset manager om met minder cyclische inkomstenstromen te werken.'

Brandsma: 'Als toevoeging: parallel aan de fee pressure voor asset managers zien we ook de druk toenemen voor de sell-side analisten. Deze druk neemt toe door de komst van MiFID II. Een gevolg daarvan is dat het aantal sell-side analisten afneemt en dat het werk dat zij moeten verrichten toeneemt. Veel van hun tijd gaat op aan marketing, niet aan research. De gemiddelde kwaliteit van research daalt daarmee. Als je de fees te veel drukt, trek je niet het talent aan dat je zoekt.'

Verhaar: 'Daar ben ik het volledig mee eens. We moeten geen discussies voeren over lage fees. Uiteindelijk gaat het om 'value for money' en daar moet de discussie over gaan.'

Tot slot, zien jullie innovaties in aandelenbeleggen?

Tol: 'We zien bij verschillende asset managers dezelfde 'innovatieve' thema's terugkomen, zoals big data, bijvoorbeeld drones die over supermarkten vliegen en het aantal auto's registreren, en machine learning. Je moet sceptisch blijven, aangezien veel partijen dit soort informatie inmiddels gebruiken.'

Verbaas: 'De meeste vernieuwingen zien we op het gebied van slimme multifactoroplossingen en in het toepassen van ESG-criteria in de aandelenselectie.'

> **Frans Verhaar** is Director bij bfinance en verantwoordelijk voor de advisering van institutionele klanten in de Benelux op het gebied van manager selectie en monitoring. Hij begon bij bfinance in Londen als Senior Associate Research na een periode van ruim 6 jaar bij ING Investment Management. Na zijn studie Bedrijfskunde aan de Erasmus Universiteit doorliep hij achtereenvolgens het CFA, CAIA en FRM programma. Als president van CAIA Chapter Netherlands geeft hij daarnaast leiding aan de lokale activiteiten van de Chartered Alternative Investment Analyst Association.





> **Wouter Weijand** is sinds juni 2016 verbonden aan Providence Capital als Chief Investment Officer en leidt het Investment Committee. Hij studeerde Algemene Economie aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam. Weijand leerde het beleggingsvak bij Pierson ('83-'89). Daarna volgden 26 jaar bij ABN AMRO Asset Management en rechtsopvolgers FIM en BNP IP. Hij leidde daar achtereenvolgens het Euro Fixed Income team, het wereldwijde Property team en ten slotte het wereldwijde Hoog Dividend Aandelen team.

Leffers: 'Niet zozeer een innovatie maar een ontwikkeling die ik zie, is dat als gevolg van MiFID-regelgeving sommige mid- en small-caps niet langer research krijgen van banken. Daar verwacht ik meer mogelijkheden voor alpha in de toekomst.'

Brandsma: 'Als gevolg van de druk op commissies op de sell-side research, zie je nu al dat steeds meer buy-side firma's hun eigen primaire research gaan uitvoeren. Zij vertrouwen niet langer meer op de eigen sell-side research. Daarin zijn de grotere firma's uiteraard in het voordeel.'

Van Mulligen: 'Ik verwacht dat we meer innovaties gaan zien, onder meer in multifactorbeleggen. Niet zozeer nieuwe factoren, maar wel slimmere definities van factoren.'

Weijand: 'Je ziet al discussies over de vraag of ESG een 'smart factor' zal worden.'

Ross: 'Wij praten daar veel over met onze managers. We zien ESG nu nog niet als een alfafactor, omdat de data daarover nog niet lang genoeg beschikbaar zijn. Er spelen enkele interessante zaken rond governance maar op dit moment zien we ESG als een risicomangementfactor, en niet als een 'alpha-driving' factor.'

De meeste vernieuwingen zien we op het gebied van slimme multifactoroplossingen en in het toepassen van ESG-criteria in de aandelenselectie.

CONCLUSIE

Statistieken laten zien dat de gemiddelde asset manager geen outperformance ten opzichte van de markt realiseert. Dat is een van de redenen waarom pensioenfondsen bewegen naar passief, een mix van actief en passief, of bijvoorbeeld kiezen voor multifactorstrategieën. Geduld speelt daarbij een belangrijke rol. In emerging markets werpt actief beheer op dit moment zijn vruchten af, meer dan vijf à zes jaar geleden. Vooral in de frontier markten doet actief beheer het goed.

Het blijkt lastig om actieve managers te vinden die op de lange termijn succesvol zijn, maar niet onmogelijk. Daartoe is het belangrijk dat er een 'alignment of interests' is – en een 'skin in the game'. De zoektocht daarnaar begint meestal met een database-analyse uit bijvoorbeeld

eVestment of Morningstar, of door gebruik te maken van de diensten van consultants gevolgd door een selectiebezoek. In de discussie over fees blijken performance fees niet erg populair. Bij een mindere performance speelt de vraag: gaat een manager harder werken wanneer hij of zij niet goed presteert? Performance fees kunnen ook de verkeerde incentives uitlokken. Bij underperformance kan de niet goed presterende manager immers het risicoprofiel verhogen om te proberen de performance fee binnen te halen. De verwachting is dat er in de toekomst een 'lump sum' of 'flat fee' betaald zal gaan worden. Tegelijk met de druk op fees neemt ook de druk op sell-side analisten toe, als gevolg van MiFID II. Dit zal tot een verschraving van sell-side research leiden.