

# Managerselectie is een kwestie van 'art and science'

DOOR HARRY GEELS

De selectie van externe managers gebeurt op basis van talloze criteria, die kunnen wijzigen of 'ontstaan' op basis van actuele ontwikkelingen. Dit maakt de selectie van externe managers uitdagend. Financial Investigator sprak met Freddy van Mulligen, Senior Portfolio Manager Externe Managers bij Achmea Investment Managers, en Kees Verbaas, CIO bij Altis Investment Management, over de diverse selectiecriteria en een aantal relevante actuele ontwikkelingen.

## Hoe verloopt een goed proces van een externe managerselectie in het algemeen?

**Freddy van Mulligen:** 'De selectie van externe managers verloopt, bijna vanzelfsprekend zou ik zeggen, volgens een gestructureerd proces met voldoende 'checks and balances'. Dat betekent dat iedere stap in het proces samen met

collega's wordt uitgevoerd, zodat subjectiviteit zoveel mogelijk wordt uitgevlakt en alle stappen zo goed mogelijk worden gedocumenteerd. Helemaal aan het begin van het proces is het belangrijk om goed met de klant af te spreken naar wat voor soort manager er precies moet worden gezocht; er moet een goed kader worden vastgesteld en de wensen en eisen moeten goed op papier worden gezet. De te zetten stappen volgen elkaar daarna bijna logisch op: het universum, de longlist van managers die een request for proposal (RFP) krijgen, de shortlist van managers die door minimaal twee teamleden bezocht worden en tot slot een advies met daarin kwantitatieve en kwalitatieve analyses. Ons advies is altijd onder voorbehoud van een operational due diligence (ODD), waarbij we dieper op de operatie van een beheerder ingaan, zoals zijn processen en it-systemen, backup faciliteiten, potentiële reputatierisico's, governance-beleid en pre- en post-trade compliance.'

**Kees Verbaas:** 'De stappen in het proces zijn bij ons vergelijkbaar. Een precieze intake met de klant is cruciaal. Een goede selectie bestaat verder uit het samenbrengen van diverse aspecten. Wij combineren investment due diligence (IDD), operationele due diligence en ESG in één beoordeling. Het goed in kaart brengen van de niet-financiële risico's neemt in belang toe, mede onder druk van de toezichthouder. Wij voeren vóór het advies altijd een on-site due diligence uit. We interviewen daarbij niet alleen het beleggingsteam, maar ook Risk Managers, Compliance et cetera. Het eindvoorstel bevat een aantal keuzes en een advies voor een manager die naar onze mening het beste past bij de doelen van de klant. Kwantitatieve en kwalitatieve analyses zijn in het selectieproces beide belangrijk. Hoewel kwantitatieve analyses belangrijk zijn bij het doorgronden van de behaalde performance, stoelt het uiteindelijke advies ook op het kwalitatieve oordeel van het selectieteam. Als er te veel wordt gevaren op kwantitatieve analyses, ontstaat de neiging vooral naar sterke historische prestaties te kijken. Maar



Foto: Ruben Eshuis Fotografie

FREDDY VAN MULLIGEN

## Voorheen was ESG het domein van actief beheer, maar we zien nu veel innovatie voor passieve ESG-oplossingen.

goede prestaties uit het verleden zijn lang niet altijd een garantie voor de toekomst. Het is aldus een combinatie van 'art and science'.

### **Vormen behaalde rendementen uit het verleden het belangrijkste selectie criterium? En waar letten jullie op bij de analyse van rendementen?**

**Verbaas:** 'Goede rendementen uit het verleden alleen, maken nog geen goede manager. Wij laden de volledige portefeuilles in ons data-analyseplatform in en besteden veel aandacht aan het ontrafelen van de prestaties, om te zien of die via deskundigheid of geluk tot stand zijn gekomen. We vragen altijd het transactielogboek van de managers op en onderzoeken of de uitkomst van hun beleggingen in overeenstemming is met hun beleggingscasus.'

**Van Mulligen:** 'Wat mij betreft is rendement uit het verleden evenmin het belangrijkste criterium. Integendeel, als je alleen hierop zou letten, is dat een recept voor een ramp. De best renderende strategieën uit het verleden, zullen in de toekomst teleurstellen. Het is belangrijker om naar de processen, de teams en het risicomangement te kijken en op de kosten te letten. Dat gezegd hebbende, biedt rendement uit het verleden wel degelijk informatie. Heeft de strategie in bepaalde marktomstandigheden gepresteerd zoals verwacht? Komt de uitkomst van een attributieanalyse overeen met de opzet van het proces?'

### **Is het, gezien de steeds hogere eisen die gesteld worden, nog steeds verantwoord om kleinere en middelgrote vermogensbeheerders te selecteren?**

**Verbaas:** 'Dat kan zeker, maar klanten hebben de laatste jaren steeds strengere eisen geformuleerd voor het beheersen van niet-financiële risico's. Daarom hebben wij veel geïnvesteerd in onze systemen voor ODD. We sturen tegenwoordig zo'n vijfhonderd vragen uit. Grotere beheerders behalen door ruimere 'resources' over het algemeen betere scores op ODD dan investment boutiques. Als de normen van onze klanten streng zijn, komen we vaak bij de grotere beheerders uit. We werken overigens niet alleen voor Nederlandse pensioenfondsen, maar ook voor private banks en family offices. Niet overal zijn de operationele criteria zo streng en soms zie je andere partijen ook wel voor boutiques kiezen.'

**Van Mulligen:** 'Echt kleine beheerders selecteren is tegenwoordig lastig, maar zeker niet onmogelijk. Beheerders met enkele tientallen miljarden onder beheer en een goede

operationele infrastructuur maken nog steeds kans; een flink deel van de meer dan 100 miljard euro die door ons bij externen is belegd, vindt zijn weg naar deze vermogensbeheerders. We zien een positieve tendens dat bijvoorbeeld boutiques deel uitmaken van een grotere groep. Ze kunnen dan hun identiteit en investment skills behouden, terwijl ze gebruik kunnen maken van de operationele infrastructuur van de grotere groep. Dit kunnen wel degelijk goede oplossingen zijn om te implementeren in onze klantportefeuilles.'

### **Hoe kijken jullie tegen de soms sterk geconcentreerde portefeuilles van actieve beheerders aan?**

**Van Mulligen:** 'Veel goede actieve beheerders werken met geconcentreerde portefeuilles. Het is dan belangrijk de 'look through' goed op orde te hebben. Dus: monitoren dat de klant meerdere geconcentreerde portefeuilles heeft die niet hetzelfde zijn, en dan als geheel toch een goede diversificatie bieden. Met een goede look through kan ook gekeken worden of er zich een of enkele grote 'bets' voordoen. We willen graag meerdere rendementsbronnen terugzien in de portefeuilles. Passieve beheerders hebben natuurlijk geen geconcentreerde actieve portefeuilles.'



Foto: Archief Altis Investment Management

KEES VERBAAS

Daar gaat het veel meer om hoe de verschillende risico's versus een benchmark worden geminimaliseerd en hoe kostenefficiënt de trading plaatsvindt.'

**Verbaas:** 'Op zich zijn we gecharmeerd van geconcentreerde portefeuilles bij actieve managers, maar deze geven vaak wel meer volatiliteit van de relatieve resultaten en dat is niet voor alle klanten geschikt. Geconcentreerde portefeuilles werken vooral goed in een multi-manager omgeving. Wij merken overigens dat klanten steeds meer om stabiele performance vragen, zeker gezien de huidige omstandigheden met de lage dekkingsgraden. Eén manager met een geconcentreerde portefeuille is dan verre van een ideale oplossing. Het proces van de selectie van actieve en passieve managers is grotendeels hetzelfde, al verschillen de criteria op bepaalde vlakken natuurlijk wel. Bij passief beheer wordt er bijvoorbeeld naar zaken gekeken als indexreplatiemethodieken en de wijze van anticiperen op benchmarkwijzigingen.'

### **Welke beleggingscategorieën kunnen het beste met actieve en welke met passieve beheerders worden ingevuld?**

**Van Mulligen:** 'In veel beleggingscategorieën heb je een keuze. Bij aandelen kun je er bijvoorbeeld voor kiezen om toch actief risico te lopen, om zo een extra rendement te behalen of beleggingsrisico's beter te beheersen. Tegelijkertijd is passief wel degelijk een goed uitgewerkt alternatief. Bij bedrijfsobligaties zien we vaak dat actief beleggen de norm is. De index heeft veel omzet, wat het tracken van een index tot een kostbare zaak maakt. Tegelijkertijd kunnen actieve beleggers bij credits profiteren van nieuwe issues. Ook bij high yield zien we dat het passieve alternatief slecht scoort ten opzichte van het actieve universum.'

**Verbaas:** 'Ik sluit me aan bij Freddy's opmerkingen. Daarnaast voeren we steeds meer maatwerk-searches uit op het gebied van ESG. Als de klant specifieke ESG-doelstellingen heeft, gaan we op zoek naar een actieve manager die daar het beste bij past. Ook lenen Emerging Markets en small-caps zich goed voor actief beheer. Beursgenoteerd vastgoed adviseren we meestal passief in te vullen.'

### **Op welke gebieden zie je (veel) innovatie binnen managersselectie?**

**Verbaas:** 'Steeds meer searches vinden plaats met ESG-criteria. Voorheen was ESG het domein van actief beheer, maar we zien nu veel innovatie voor passieve ESG-oplossingen. Duurzaamheid wordt daarbij steeds fijnmaziger gedefinieerd, waarbij dan ook weer aansluitende beheeroplossingen worden geboden. Er worden bijvoorbeeld steeds specifiekere klimaatdoelstellingen geformuleerd, zoals een klimaatneutrale portefeuille die niet te veel afwijkt van het risicoprofiel van de benchmark.'

## **Eigenlijk moet een pensioenfonds een due diligence uitvoeren op onze resultaten en operatie, zoals wij due diligences uitvoeren op externe managers.**

**Van Mulligen:** 'ESG wordt inderdaad belangrijker en daarbij gaat het er niet alleen om wat de externe managers zelf zeggen en rapporteren, maar gaat het er ook om dat we zelf het ESG-profiel of de CO<sub>2</sub>-uitstoot van de portefeuille kunnen bepalen. Verder hebben we de laatste jaren veel geïnvesteerd in systemen waarbij we nog betere 'holding'-analyses kunnen uitvoeren, om maar te zien waar de bets zitten, eventueel aangevuld met scenarioanalyses en stresstesten. En dan voor de totaalportefeuille; aandelen en obligaties gecombineerd. Hiermee kunnen we ook weer het gesprek aangaan met de managers, waardoor we meteen enkele niveaus dieper de discussies kunnen voeren.'

### **Hoe kunnen klanten beoordelen wie goed is in managersselectie?**

**Verbaas:** 'Wij kunnen onze waarde op verschillende manieren bewijzen. In de eerste plaats natuurlijk door een manager te vinden die goed aansluit bij de beleggingsdoelen van de klant. Daarnaast zijn nog twee criteria van belang: hoeveel beter waren de resultaten van de geselecteerde actieve beheerders versus de relevante benchmarks, en hoe succesvol is de selecteur geweest in het reduceren van de beheerfee bij de managers?'

**Van Mulligen:** 'Naast resultaten en kostenreducties telt ook hoe goed de doelstellingen van de klant kunnen worden ingevuld, oftewel de mate van maatwerk die kan worden geleverd. Eigenlijk moet een pensioenfonds een due diligence uitvoeren op onze resultaten en operatie, zoals wij due diligences uitvoeren op externe managers.' «

#### **Kengetallen**

##### **Achmea Investment Management**

- Totaal € 179 miljard vermogen onder beheer
- Ruim € 115 miljard belegd bij ruim 150 externe managers
- 20 pensioenfondsklanten

##### **Altis Investment Management**

- Ruim € 100 miljard vermogen onder beheer
- Belegd bij ruim 200 externe managers
- 35 institutionele klanten