

VOORZITTER:

Karin Roeloffs, *Avida International*

DEELNEMERS:

Jason Collins, *SEI*

Anton Kramer, *TKP Investments*

Martijn Kuipers, *Russell Investments*

Martin Mlynár, *Corestone Investment Managers*

Freddy van Mulligen, *Achmea Investment Management*

Anton van Nunen, *Van Nunen & Partners*

Christiaan Tromp, *Tromp Fiduciary Services*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Achmea Investment Management, Corestone Investment Managers, Russell Investments, SEI en TKP Investments.

Foto's: Ruben Eshuis Fotografie



MANAGERSELECTIE ESSENTIEEL ONDERDEEL VAN FIDUCIAIRE DIENSTVERLENING

Door Hans Amesz

Het selecteren van externe managers is naast advies de belangrijkste taak van de fiduciair. Bij het selecteren en monitoren van externe managers is een goede discipline onontbeerlijk.



Wat is de toegevoegde waarde van het laten selecteren en monitoren van managers door de fiduciair manager?

Martin Mlynár: 'Het belangrijkste aspect van de externe managerselectie in het kader van de fiduciaire dienstverlening is het aanbieden van geïntegreerde oplossingen. Het gaat om de kwaliteit van de implementatie van de strategische besluiten, het leveren van het beste rendement voor iedere unit van ingezet risico. Daarnaast is het leveren van integrale controle en overzicht van groot belang.'

Anton van Nunen: 'Het selecteren van managers is naast advies de belangrijkste taak van de fiduciair. Bij advies komt het erop aan het theoretische deel te vertalen naar de werkelijkheid, en dat is managerselectie. Vergeleken met enkele jaren geleden is

er sprake van een enorme verandering. Toen ging je voor rendement en aanvaardde je het risico, nu stel je je risico-budget vast en accepteer je het rendement dat daarmee gepaard gaat.'

Jason Collins: 'Wij zijn van mening dat de selectie van managers niet per definitie door de fiduciair manager moet worden gedaan. Dit kan ook worden ondergebracht bij een externe (onafhankelijke) managerselectie-specialist. Goede communicatie is hierbij van belang evenals de afbakening van verantwoordelijkheid.'

Freddy van Mulligen: 'De meeste klanten zien managerselectie als een essentieel onderdeel van de fiduciaire dienstverlening. Ik denk dat het voordelen heeft om ze te integreren, want dan heb je een naadloze aanpak als het gaat om portfolioconstructie

> **Karin Roeloffs** is als Senior Partner verbonden aan Avida International. Roeloffs heeft meer dan 25 jaar ervaring in de financiële sector waar zij eerder werkzaam is geweest bij ABN AMRO, APG en Mercer. Roeloffs was partner bij Mercer waar zij van 2011 tot 2018 leiding heeft gegeven aan het Investments team in Nederland. Daarvoor heeft zij gewerkt bij APG Asset Management waar zij hoofd was van de Client Portfolio Managers. Tijdens haar lange loopbaan bij ABN AMRO is Roeloffs werkzaam geweest in de divisies Investment Banking en Asset Management. Binnen ABN AMRO Asset Management was zij Hoofd van het institutionele team in de Benelux. Roeloffs is afgestudeerd als econoom aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en het Europa College in Brugge.





> **Jason Collins** is SEI's Global Head of Equity Portfolio Management. In deze functie is hij verantwoordelijk voor alle aandelenstrategieën en stuurt hij de SEI portefeuillemanagers aan. Voorheen was Collins Hoofd Aandelen in London en Hoofd Portfolio Management voor zowel aandelen als vastrentende waarden. Voordat Collins bij SEI in dienst trad, was hij eigenaar en partner van Maia Capital Partners, een gespecialiseerde multi-manager beleggingsonderneming gericht op particuliere beleggers in het Verenigd Koninkrijk. Collins heeft een Bachelor of Arts in Financial Services, Bournemouth University en is CFA Institute Member.

aan de ene en managersselectie aan de andere kant. Dat kan het rendement en het risicomanagement verbeteren.'

Christiaan Tromp: 'Je moet je afvragen wat de basisdiensten van een fiduciair manager voor jouw pensioenfondsen zijn. Behoort managersselectie daartoe of niet? Ik geloof dat dit ook afhankelijk is van de grootte van het pensioenfonds. Maar hoe dan ook, managersselectie samen met portefeuilleconstructie is erg belangrijk voor het managen van een beleggingsportefeuille als geheel.'

Anton Kramer: 'Sommige klanten kiezen ervoor om een manager te hebben die strategisch advies geeft en een andere partij die de managersselectie doet. Wij hebben ook klanten die beide afnemen. Ik denk dat als je het loskoppelt, je duidelijk moet definiëren wat de verantwoordelijkheden van elke partij zijn.'

Mlynár: 'Het impliciete voordeel van integratie is dat de klant waarschijnlijk een betere prijs kan bedingen. Het nadeel van dat model is dat de fiduciaire manager een hoogwaardig selectieapparaat moet hebben om voor de klant de beste managers te kunnen selecteren.'

Martijn Kuipers: 'Als een pensioenfonds met verschillende fiduciairs werkt – bijvoorbeeld met A voor de portefeuille-

constructie of liability matching en met B voor de managersselectie – dan heeft dit als voordeel dat op elk van deze gebieden een echte specialist kan worden ingeschakeld. Bovendien verkleint het de afhankelijkheid van één fiduciaire partij, leidt het tot meer checks & balances en countervailing power en houdt het betrokken fiduciaire partijen scherp. In de praktijk hebben wij gezien dat dit heel goed werkt. Uiteraard vergt dit wel de nodige coördinatie, goede communicatie en eenduidige afspraken over wie waarvoor verantwoordelijk is. Een governance matrix, risico- en kostenbudget zijn hierbij nuttige instrumenten.'

Mlynár: 'Je kunt zoveel communicatie hebben als je wilt; het gaat om de verantwoordelijkheid voor het rendement. De managers moeten in de totale portefeuillecontext geselecteerd worden en het moet helder zijn wie verantwoordelijk is voor de strategie en wie voor de implementatie.'

Van Nunen: 'Ik kan de verantwoordelijkheid voor de opbouw van de portefeuille niet nemen als ik geen inspraak heb in de selectie van managers.'

Wat is het belang van schaalgrootte voor jullie eigen organisatie?

Collins: 'Schaalgrootte is zeer belangrijk om te kunnen handelen met de onderliggende managers. Maar dat is slechts een van de voordelen. Het stelt je ook in staat om grote manager research teams op te zetten om zo wereldwijd de beste managers te vinden. Ook ben je flexibeler om bijvoorbeeld maatwerkoplossingen te kunnen aanbieden.'

Kramer: 'Je moet genoeg activa achter je hebben om voldoende research te kunnen doen naar de beste managers en om een betere onderhandelingspositie te hebben.'

Mlynár: 'Er verschijnen regelmatig rapporten waaruit blijkt dat wij als pensioensector in Nederland gezamenlijk vijf tot zes miljard euro betalen aan het managen van het totale vermogen. Het is niet onredelijk te stellen dat dit bedrag op een dusdanige wijze besteed moet worden dat zoveel mogelijk rendement in relatie tot het gelopen risico bij de deelnemers terecht komt. In die zin is schaalgrootte belangrijk.'



Kuipers: 'Schaalgrootte verschaft je de expertise om wereldwijd de best-in-class managers te vinden. Als je groot genoeg bent, kun je efficiënt mandaten verstrekken en volledige transparantie van de portefeuille bewerkstelligen. Je moet weten waarin je belegd bent.'

Van Mulligen: 'Schaalgrootte biedt inkoopvoordelen en stelt je in staat grote teams samen te stellen die zich specialiseren in bepaalde asset classes en die de wereld rond kunnen reizen, ook om de beste managers te selecteren. Het wordt steeds belangrijker om te kunnen beschikken over grotere managerselectieteams, vooral in de vastrentende sector en alternatieve sector waar meer alternatieven beschikbaar komen.'

Van Nunen: 'Je hebt een groot team nodig om al die asset classes in al die landen in je universum te hebben en te beoordelen.'

Tromp: 'Omvang c.q. schaalgrootte is niet het belangrijkste punt bij een fiduciair. Dat is dat het werk van een fiduciair niet door één persoon kan worden gedaan: je hebt een deskundig en ervaren team nodig om alle diensten die geleverd moeten worden voor het pensioenfonds uit te voeren. Iets anders zijn de kosten. Veel pensioenfondsen richten zich met name op de kosten van vermogensbeheerders, ik denk dat dit niet het belangrijkste is. Pensioenfondsen hebben immers heel veel andere kosten en het zou nuttig zijn als de pensioenfondsen nagaan hoe ze die kunnen verlagen. Ik vind overigens dat de items die als het ware aan de kosten voorafgaan belangrijker zijn dan de kosten zelf, dus de reden waarom kosten gemaakt worden, dient helder te zijn.'

Van Mulligen: 'Ik ben het er niet mee eens dat de kosten niet erg belangrijk zouden zijn. Het is van vitaal belang of je vijftig of slechts twintig tot vijftwintig basispunten aan een externe manager betaalt. Het kost veel rendement als je de hoogste prijs moet betalen.'

Tromp: 'Ik zeg niet dat de kosten van externe managers er niet toe doen, maar het belangrijkste is de te realiseren outperformance. Hoe stabiel is je outperformance op de lange termijn, dat is belangrijker dan de kosten.'

Ik vind overigens dat de items die als het ware aan de kosten voorafgaan belangrijker zijn dan de kosten zelf, dus de reden waarom kosten gemaakt worden, dient helder te zijn.

Kramer: 'Daar ben ik het mee eens. Kosten zijn belangrijk, maar uiteindelijk gaat het om het nettorendement. Om tot goede rendementen te komen is goede research nodig. Ik ben bereid om voor goede managers te betalen, want we zijn op zoek naar het beste rendement, na aftrek van fees.'

Van Nunen: 'Het bestuur van een pensioenfonds moet niet in de eerste plaats letten op de kosten, maar op het nettorendement. Ik zie veel besturen die nee zeggen tegen een manager omdat zijn fees te hoog zijn. Ze kijken niet naar de werkelijke bijdrage van de manager aan balansbeheer in termen van risico of rendement.'

Hoe kun je als fiduciair manager het pensioenfonds helpen aan genoeg countervailing power om in control te zijn?

Mlynár: 'Wees transparant over alles en definieer duidelijke richtlijnen met betrekking tot wat je van elkaar verwacht. We moeten klanten veel meer mogelijkheden bieden een dialoog aan te gaan over wat we doen, welke rendementen en risico's verwacht kunnen worden. Onze klanten vragen: geef ons uw tools, betrek ons meer bij uw activiteiten.'

Van Nunen: 'Transparantie en richtlijnen zijn essentieel, maar de echte vraag is hoe? Countervailing power ligt bij een deskundige en ervaren beleggingscommissie, wellicht uitgebreid met een externe consultant. Dat is het, de rest kan leiden tot bureaucratie.'

Kramer: 'Ik ben het ermee eens dat insourcing misschien wel de beste manier is om meer controle te krijgen over het pensioen-

> **Anton Kramer** is sinds 2000 werkzaam bij TKP Investments als Senior Portfoliomanager voor Emerging Markets. TKP Investments is een handelsnaam van Aegon Investment Management B.V. Kramer is verantwoordelijk voor de managerselectie en monitoring van aandelen- en vastrentende waardenstrategieën in emerging markets. Hij studeerde Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen met als specialisatie Financiering en Belegging. Kramer is een CFA charterholder.





> **Martijn Kuipers** is Managing Director van Russell Investments Northern Europe en is lid van het managementteam EMEA. Kuipers speelt een sleutelrol in het zichtbaar maken van Russell Investments in de markt. Hij heeft bij Russell Investments (vanaf 2003) verschillende functies bekleed, waaronder Hoofd Distributie en Strategisch Partnership in de Benelux. Voorafgaand aan Russell Investments heeft Kuipers vier jaar bij The WM Company, een bedrijfsonderdeel van State Street, gewerkt als accountmanager beleggingsresultaten. Kuipers is in het bezit van een master in Economie, behaald aan de Universiteit van Maastricht.

fonds. Het probleem is dat er niet genoeg gekwalificeerde mensen te vinden zijn.'

Kuipers: 'De volgende stap is ervoor te zorgen dat je er, via de beleggingscommissie, voor zorgt de juiste systemen te hebben om inzicht te krijgen in de gegevens die ertoe doen. De data moeten vervolgens worden gebruikt om met de juiste informatie diepgang te kunnen bewerkstelligen met de verschillende aanbieders. Hiervoor heb je bepaalde expertise en specialisatie nodig binnen je beleggingscommissie en dit is kostbaar, dus heb je voldoende schaalgrootte nodig als pensioenfonds.'

Van Mulligen: 'Onze klanten, de bestuurders van pensioenfondsen, kunnen, als zij dat willen, de externe managers bezoeken. We reizen met hen mee of we laten de externe managers naar onze klanten gaan. We organiseren zogenaemde managerdagen, waar externe managers uitleggen wat zij doen. Met dit alles hebben we hele positieve ervaringen opgedaan.'

Collins: 'Ten eerste is het belangrijk om tijd te besteden aan het begrijpen van de behoeften van het pensioenfonds. Betrek vervolgens het pensioenfonds bij het ontwerpen van de (mandaat) richtlijnen, zoals bijvoorbeeld de risico's, het universum en de maximale tracking error. Formuleer vervolgens transparant en helder de richtlijnen en de verwachtingen van elkaar. Middels bijvoorbeeld beleggingsrapportages kunnen de afspraken getoetst worden. Op deze manier kan het pensioenfonds in control blijven.'

We hebben een ontwikkeling gezien naar meer evidence-based beleggen. Een nieuwe ontwikkeling is dat wij geen externe managers hebben geselecteerd maar dat we zeer op maat gesneden benchmarks construeren en investeren in die benchmarks.

Mlynár: 'De regelgevingspendule heeft een beetje te veel bewogen, we moeten de weg terugvinden om ervoor te zorgen dat het bestuur van een pensioenfonds de verantwoordelijkheid voor de kwaliteit van de implementatie op zich kan nemen. Er moet weer een evenwichtige balans komen tussen de verantwoordelijkheid voor de strategie, de kwaliteit van uitbesteding en de kwaliteit van uitvoering. Een duidelijke rolverdeling zorgt voor de snelheid waarmee je wilt werken om de vereiste rendementen te kunnen halen. Het mag niet twee jaar duren om een investeringsbeslissing te implementeren.'

Tromp: 'Van belang is dat er bij het pensioenfonds een goede governance is met betrekking tot de beleggingen. Dit houdt in dat er naast de fiduciair ook bestuurlijke kennis van beleggen in de beleggingscommissie aanwezig is. In deze commissie dienen de juiste discussies gevoerd te worden. Indien de fiduciair merkt dat er weinig of te weinig countervailing power aanwezig is, dan dient dit besproken en opgelost te worden.'

Door de opkomst van fiduciair management is er een behoefte ontstaan om de countervailing power van de kant van de klant te vergroten. Ontaardt deze ontwikkeling in een bureaucratie?

Tromp: 'Als er geen goede tegenkracht is, duurt het misschien wel een paar jaar om een fiduciair manager, die niet bereid is zich iets aan het bestuur gelegen te laten liggen, te verbeteren dan wel te ontslaan.'

Van Nunen: 'Als het bestuur, samen met zijn adviescommissie, over voldoende expertise beschikt en er ontstaat toch een echt meningsverschil tussen de fiduciair en het pensioenfonds, dan moet de fiduciair manager worden ontslagen. Dat kan binnen een paar maanden en hoeft geen jaren te kosten. Wat bureaucratie betreft, daar valt niets positiefs over te zeggen. Het kost tijd en scheept je op met een suboptimale portefeuille.'

Mlynár: 'Het bestuur zit nu wel met drie, vier providers aan tafel. De externe fiduciaire manager, de custodian en de externe investment consultant. Het pensioenfonds moet over voldoende countervailing power in huis beschikken.'

Kramer: 'Als er veel mensen bij beslissingsprocessen betrokken zijn, duren die langer en kunnen ze leiden tot opportunity loss. Je moet het gemak en de snelheid van de controle goed in de gaten houden, in de zin dat je elke partij die deel uitmaakt van het hele proces kunt controleren. Je kunt steeds meer lagen in het beslissingsproces aanbrengen, maar soms is het beter om terug te gaan naar insourcen in plaats van naar outsourcen en goede mensen in het pensioenfondsbestuur te hebben die zelf beslissingen kunnen nemen.'

Tromp: 'Je hebt geen extra lagen van mensen nodig als leden van het pensioenfondsbestuur van dag tot dag bereikbaar en beschikbaar zijn. Dit is helaas niet altijd zo. Ik ben voorstander van een klein uitvoerend bestuursbureau; het is de verantwoordelijkheid van het bestuur om erop toe te zien dat de groei hiervan beperkt blijft.'

Kuipers: 'Dit hangt sterk af van de deskundigheid bij de klant en wat voornamelijk belangrijk is, is de beleggingskennis binnen het bestuur en de beleggingscommissie, die overigens sterk is toegenomen over de afgelopen jaren. Dit hoeft niet meteen te leiden tot meer bureaucratie maar kan juist leiden tot snellere beslissingen.'

Van Nunen: 'Er zijn niet al te veel functies die gedelegeerd kunnen worden aan een fiduciair. Je bent als bestuur verantwoordelijk voor het totale resultaat. Er is één uitzondering, en dat is de implementatie. Daar moet de fiduciair de volledige verantwoordelijkheid nemen voor de beste uitvoering van welke transactie dan ook. Er is geen uitgebreid bureau of een uitgebreide raad van bestuur nodig voor het day-to-day management, dat kun je delegeren.'

Een aantal fiduciaire managers beheert zelf geld voor de klanten. Zijn jullie van mening dat dit een belangenverstrengeling met zich meebrengt?

Van Mulligen: 'Wat we zien is dat de meeste van onze klanten hun matchingportefeuilles intern laten beheren, terwijl de rendementsportefeuilles ook extern worden beheerd. Dat is een



bewuste keuze van het pensioenfonds en die voeren wij uit. Dat kan kostenvoordelen hebben. Belangrijker is dat inzicht in beide kanten de balansrisico's bij het beheer van matchingportefeuilles vermindert.'

Tromp: 'Het renterisico is het grootste risico van een pensioenfonds. Veelal wordt dit beheerd door de fiduciair manager binnen de matchingportefeuille. Het blijkt lastig te zijn voor de fiduciair om de schijn van belangenverstrengeling hierbij volledig weg te halen. Daarnaast is het voor de fiduciair lastig aan te tonen dat hij ook de beste manager op dit gebied is.'

Mlynár: 'Het is wellicht positief dat alles geïntegreerd is en in-huis gebeurt en je niet drie partijen hoeft te bellen als er iets misgaat. Aan de andere kant denk ik niet dat er één commerciële vermogensbeheerder is, of hij nu fiduciair is of niet, die alle strategieën in eigen huis kan uitvoeren. Dat is gewoon een misvatting. Je moet dus ook een weg vinden om bepaalde zaken verder uit te besteden.'

Van Nunen: 'In-huis management van bijvoorbeeld de matchingportefeuille kan een goede zaak zijn. Er is in wezen heel weinig verschil tussen een gedetailleerd advies en de feitelijke uitvoering daarvan. Korte lijnen zijn belangrijk. We

> **Martin Mlynár** is mede-oprichter en CEO van Corestone Investment Managers AG in Zug, Zwitserland. Mlynár begon zijn loopbaan bij Barings in Londen, voortgezet bij ING Barings Equity Capital Markets in Amsterdam. In 2002 werd hij Hoofd Corporate Development bij IMC, van waaruit hij Altis Investment Management AG in Zug mede-opgericht heeft. Sinds 2007 is hij eindverantwoordelijk voor de uitbouw van Corestone, vanaf 2015 tot mid 2018 vervulde hij ook parallel de rol van Hoofd van Robeco Investment Solutions in Rotterdam.





> **Freddy van Mulligen** is Manager van het team dat externe aandelen- en vastrentende managers selecteert bij Achmea Investment Management en daarnaast is hij Senior Portfolio Manager in het External Manager team. Zijn taak is om klanten van Achmea toegang te bieden tot de beste vermogensbeheerders wereldwijd. Van Mulligen was tot 2011 hoofd research bij Morningstar Benelux (2000-2011). Hij was een van de medeoprichters van de Benelux vestiging van Morningstar, een wereldwijde organisatie die beleggingsfondsen analyseert. Hij startte zijn carrière bij een grote vermogensbeheerder. Als snel specialiseerde hij zich in de beoordeling en selectie van vermogensbeheerders binnen en buiten Nederland. Van Mulligen is afgestudeerd in Monetaire Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen.

moeten niet te bang zijn voor belangenverstrengeling. Dat is alleen maar schrik aanjagend als het verborgen blijft. Als we daar vanaf het begin transparant over zijn, kunnen we daar volwassen mee omgaan.'

Wat is de belangrijkste ontwikkeling bij het selecteren en monitoren van externe managers in de afgelopen jaren?

Kramer: 'Een van de verbeteringen die in de loop der jaren – hoewel dit niet zozeer geldt voor vorig jaar – is aangebracht,

is dat we meer vanuit een teambenadering zijn gaan werken. Iedereen kan elkaar uitdagen op de managersselectie vanuit verschillende achtergronden, zoals bijvoorbeeld vastrentende waarden en aandelen.'

Collins: 'Ik denk niet dat er een fundamentele verschuiving heeft plaatsgevonden in de manier waarop we denken over de selectie van managers. We moeten ervoor zorgen dat ons managersselectieproces de succesfactoren van een manager kan identificeren. Op deze manier kunnen wij de performance beter begrijpen en kunnen we beter inschatten hoe de

Financial Investigator stelde Marion Verheul, Zelfstandig Investment Consultant bij ICC Verheul, twee vragen over Uitbesteding, Selectie en Monitoring van Externe Managers bij Fiduciair Management.

Welke veranderingen zie je de afgelopen jaren ten aanzien van de inhoud van de mandaten die pensioenfondsen uitbesteden?

Ik zie verschillende ontwikkelingen. Allereerst zie ik een veel duidelijker invulling van de verschillende rollen (wat valt onder welk mandaat en wat niet?) alsmede dat de performance indicators worden benoemd op basis waarvan beoordeeld wordt. Dus uitgebreidere mandaatschrijvingen met daarbij ook uitgebreidere SLA's. ALM valt eigenlijk altijd buiten het fiduciaire mandaat en een onafhankelijke beleggingsadministratie en performancemeting is ook steeds meer standaard.

Vervolgens zijn de verschillen wat betreft de inhoud van de mandaten vrij groot. Veel pensioenfondsen willen zelf bijvoorbeeld de final say hebben in het aanstellen en ontslaan van managers. Bij sommige fondsen valt dat juist binnen het mandaat van de fiduciair. Om dat laatste mogelijk te maken, moet in het mandaat wel heel duidelijk afgesproken zijn wat het doel van dat mandaat is en wat de randvoorwaarden zijn (denk bijvoorbeeld aan ESG-beleid).

Fees voor vermogensbeheerders staan onder druk. Wat vind je van deze ontwikkeling?

Er is in de Nederlandse markt een enorme focus op kosten, ook vanuit de toezichhouder. Uiteraard moet er scherp onderhandeld worden, maar kwaliteit en resultaat moeten leidend zijn. Het belangrijkste is wat mij betreft dat de klant heel goed weet wat er betaald wordt en waarvoor. Een hele goede ontwikkeling vind ik dat er minder in basispunten gedacht wordt en meer in absolute bedragen. Sowieso voor de fiduciaire dienstverlening, maar ook voor het portefeuillebeheer. Als de rente scherp daalt en de vastrentende waarden sterk in waarde stijgen, is dat niet de verdienste van de vermogensbeheerder. Dan is het vreemd dat de fee sterk zou toenemen. Zorg dat je beloont voor echte toegevoegde waarde op alle onderdelen van de dienstverlening.



manager in de toekomst zal presteren als bijvoorbeeld de markt verandert, in plaats van alleen te vertrouwen op rendementen uit het verleden.'

Mlynár: 'De afgelopen twee jaar hebben we meer activiteiten gezien tussen fiduciair manager, managerselecteur en het bestuursbureau op vooral het gebied van portefeuilleopbouw. De bestuursbureaus en de partijen die implementeren, helpen besturen om de portefeuilleconstructie te interpreteren als onderdeel van hun countervailing rol.'

Kuipers: 'De fiduciaire manager, of de managerselecteur, neemt meer controle over de nieuwe blootstelling van de onderliggende mandaten. Wat betreft de monitoring van externe managers wordt veel meer gekeken naar hoe de combinatie van de verschillende managers werkt en wordt vaker en sneller ingegrepen als de omstandigheden daartoe aanleiding geven.'

Van Nunen: 'De selectie van managers is de afgelopen twee jaar misschien niet zo veel veranderd, maar dat geldt voor de aanbodzijde. Aan de vraagkant willen pensioenfondsen meer bewijs zien dat er daadwerkelijk geleverd kan worden teneinde zoveel mogelijk zeker te kunnen zijn van een bepaald rendement.'

Van Mulligen: 'We hebben een ontwikkeling gezien naar meer evidence-based beleggen. Klanten eisen dat van ons. Een nieuwe ontwikkeling is dat wij geen externe managers hebben geselecteerd maar dat we zeer op maat gesneden benchmarks construeren en investeren in die benchmarks. Dat bespaart kosten, want het is een relatief goedkope en MVB (maatschappelijk verantwoord beleggen)-bewuste manier om exposures in de portefeuille te bereiken, wat vooral in het afgelopen jaar belangrijk was.'

Collins: 'De uitdagende marktomstandigheden van het afgelopen jaar herinneren ons eraan dat een goede discipline zeer belangrijk is bij de beslissing om een manager aan te stellen dan wel te ontslaan. Je moet begrijpen waarom een manager een bepaalde prestatie heeft geleverd. Heeft de



manager bijvoorbeeld minder gepresteerd, komt dit dan door de manager of was zijn beleggingsstijl (zoals value) uit de gratie? Het is natuurlijk belangrijk om niet blind verliefd te worden op een manager. Tegelijkertijd is het van belang om niet in paniek te raken en te veel te reageren wanneer de performance van een bekwame manager achterblijft.'

Welke rol speelt ESG (environment, social, governance) bij de selectie van managers?

Kramer: 'Er zijn managers die nooit veel aandacht aan ESG hebben besteed, maar nu plotseling komen met de meest fancy brochures en producten die volledig ESG-gericht zijn. Dat doen ze uit marketingoverwegingen. Wij selecteren daarentegen managers die echt een lange termijn ESG-aanpak hebben maar daar wellicht minder mee te koop lopen.'

Kuipers: 'Wij vinden dat ESG absoluut onderdeel uitmaakt van het managerselectieproces. ESG moet echt geïntegreerd zijn in het beleggingsproces en niet gezien worden als een op zichzelf staand product. Alle managers die in een portefeuille worden opgenomen, moeten een positieve ESG-rating hebben.'

> **Anton van Nunen** is Directeur/eigenaar van Van Nunen & Partners, adviesbureau voor institutionele beleggers. Hij is lid van de beleggingscomités van verschillende pensioenfondsen, van verzekeringsmaatschappij Dela en financieel adviseur van ZLTO. Van Nunen heeft onder andere de Pensions Personality of the Year (2008), de IPE Gold Award voor Outstanding Industry Contribution (2009) en de Decade of Distinction Award van Global Pensions (2011) ontvangen. Zijn boek 'Fiduciair Management' is vertaald in het Engels, Duits en Japans en in 2016 verscheen 'Fiduciair Management 2'.





> **Christiaan Tromp** heeft diverse pensioenfondsen en internationale bedrijven op het gebied van fiduciair management, integraal risicomanagement en vermogensbeheer bijgestaan. Deze brede werkervaring heeft hij opgedaan bij diverse ondernemingen en pensioenfondsen, waaronder Avery Dennison, MN Services, Atradius, Fortis Investment, Bpf Vervoer, Bpf Bakkers en de ANWB. Tromp is lid van diverse Raden van Toezicht van pensioenfondsen en verschillende visitatiecommissies. Naast deze activiteiten neemt hij zitting in een aantal beleggingsadviescommissies als externe deskundige. Tromp heeft de ambitie om pensioenfondsen en goede doelen stichtingen te ondersteunen bij het risicomanagement, de beleggingen en het inrichten van de governance structuur.

Mlynár: 'ESG is duidelijk een thema in een aantal landen in Europa, meer dan in bijvoorbeeld de Verenigde Staten. Vandaag, na tien jaar evolutie op ESG-gebied, maak ik me er als manager-selecteur zorgen over of we de impact van ESG-beleggingen kunnen meten. We hebben binnen het ESG-universum niet veel aspecten gevonden die gemakkelijk meetbaar zijn. CO₂-impact vormt een uitzondering. We zijn nog steeds op zoek naar maatstaven om ESG-impact goed te kunnen meten. Ik denk dat we nog eens een paar jaar nodig hebben om tot een meer gemeenschappelijk metrisch systeem te komen.'

Collins: 'ESG wordt steeds belangrijker. We nemen ESG mee in ons managerselectieproces. Uiteindelijk is het aan de klant om (performance) doelstellingen te definiëren, al dan niet met ESG-wensen. Als managerselectiespecialist moeten wij flexibele oplossingen kunnen bieden om aan de verschillende behoeften van onze klanten te voldoen.'

Van Mulligen: 'Er is ook nog wel wat zendingswerk te doen. Er zijn immers vermogensbeheerders die de UN PRI (Principles for Responsible Investing) niet hebben onderschreven, met name Amerikaanse vermogensbeheerders. Het werkt om met hen in gesprek te gaan.'

Van Nunen: 'Ik betwijfel of de ESG-aanpak is wat de leden van het pensioenfonds willen. Lang niet alle pensioenfondsen vragen aan hun deelnemers naar hun wensen op ESG-gebied. Als ik ontmoetingen heb met grotere aantallen deelnemers dan zijn ze in niets anders dan het rendement geïnteresseerd. Er is nogal wat bewijs dat het verband tussen ESG en rendement juist niet positief is.'

Tromp: 'Je kunt je afvragen of het verstandig is om pas actie te ondernemen als iets onomstotelijk bewezen is. Het is helder dat de aarde opwarmt door toedoen van de mens en dat dit vernietigend kan werken indien er niets aan gedaan wordt. Met name de pensioenfondsen kunnen hier gezamenlijk iets tegen doen. Het is een plicht van de fiduciair om het bestuur op dit gebied de verschillende mogelijkheden voor te leggen.'

Disruptie, robotisering en kunstmatige intelligentie worden overal besproken. Welke trends zien jullie bij de vermogensbeheerders die jullie volgen en wat betekenen deze ontwikkelingen voor jullie eigen aanpak?

Van Mulligen: 'Ik denk dat de managers altijd willen begrijpen wat de economische redenering is achter door de computer gevonden patronen. Als er geen fundamenteel verband is, twijfelen managers om de gevonden patronen te implementeren in hun beleggingsproces. Het is een belangrijke ontwikkeling bij de door ons geselecteerde managers.'

Kuipers: 'De dataverwerking kan bijdragen aan de besluitvorming en de positionering van de onderliggende manager, maar je moet voorzichtig zijn, je moet echt begrijpen wat je doet. Het is een uitstekend hulpmiddel bij het nemen van beleggingsbeslissingen, maar de menselijke factor blijft belangrijk.'

Collins: 'De verwachting is dat zelfs de meest traditionele stockpicker deze nieuwe tools zal gaan gebruiken. Er is behoefte om geavanceerd te werk te gaan. Dit zal grote gevolgen hebben voor de concurrentieomgeving van de industrie en bedrijfsmodellen van vermogensbeheerders. De industrie zal veranderen, niet alleen door digitalisering maar ook door regelgeving en de druk op kosten.'



Mlynár: 'Er is een groot verschil tussen vermogensbeheerders die investeren in het kunnen omgaan met grote datasets, zoals het monitoren van de parkeerplaatsen van supermarkten per satelliet. De boutique managers die geen middelen hebben om dat soort complexiteit aan te kunnen, zullen zich uit de markt terugtrekken.'

Wat is de toekomst voor kleine boutique managers gezien de toegenomen regelgeving en de druk op de tarieven?

Kramer: 'De vraag is of het nog steeds mogelijk is boetiekmanagers te selecteren of dat we gedwongen zijn alleen de grotere managers te selecteren die kunnen voldoen aan onze eisen met betrekking tot rapportage, compliance en risicomanagement.'

Mlynár: 'We zullen waarschijnlijk onze middelen, zoals processen en tools, moeten delen en schaalvoordelen moeten creëren op het gebied van risk management, compliance en technische ondersteuning. Als de prijs die men bereid is te betalen te laag wordt, zullen de negatieve gevolgen voor pensioenfondsen mogelijk zijn dat sommige boutique beheerders zeggen: 'Weet u wat? We willen uw geld niet meer. We zullen ons beperken tot de meest geavanceerde klanten.' Ik hoop dat het niet zover komt dat Nederlandse pensioenfondsen niet bij deze managers kunnen beleggen. Dat zou absoluut jammer zijn.'

Kuipers: 'Wij zien nog steeds een duidelijke behoefte aan boetiekmanagers bij verschillende klanten, en die hebben ook zeker een toegevoegde waarde binnen portefeuilles die grotendeels passief zijn belegd. Echter, ze zullen steeds meer ondersteund worden door de fiduciaire spelers om de executie zo efficiënt mogelijk te regelen, waardoor in sommige gevallen de volledige trading zelfs wordt overgenomen door de fiduciair.'



Tenslotte, hoe bereiden jullie je voor op een harde Brexit in relatie tot jullie Britse externe managers?

Collins: 'In de meeste gevallen kunnen we de Britse asset managers behouden door eenvoudigweg de bestaande Engelse overeenkomst om te zetten naar een Iers contract bij ons kantoor in Ierland (met een Europees paspoort). Dit is een snel en eenvoudig proces, dus ik denk dat de impact gering zal zijn.'

Van Mulligen: 'Er wordt bij ons al veel gedaan, bijvoorbeeld contracten verplaatsen van het Verenigd Koninkrijk naar Luxemburg of Ierland, of zelfs naar de Verenigde Staten. Dat blijft versneld doorgaan.'

CONCLUSIE

Het selecteren van managers wordt gezien als een essentieel onderdeel van de fiduciaire dienstverlening. Samen met portefeuilleconstructie is managerselectie erg belangrijk voor het managen van een beleggingsportefeuille als geheel. De managers moeten in de totale portefeuillecontext geselecteerd worden en het moet helder zijn wie verantwoordelijk is voor de strategie en wie voor de implementatie. Om de beste managers wereldwijd te kunnen selecteren, zijn relatief grote teams nodig. Onder andere daarom is schaalgrootte belangrijk. De kosten van externe managers doen er uiteraard toe, maar het belangrijkste is de te realiseren outperformance. Het bestuur van een pensioenfonds moet niet in de eerste plaats letten op de

kosten van beleggen, maar op het nettorendement. Als het bestuur van een pensioenfonds over voldoende expertise beschikt en er ontstaat toch een wezenlijk meningsverschil tussen de fiduciair en het fonds, dan moet de fiduciair manager worden ontslagen. Een goede discipline is zeer belangrijk bij de beslissing om een manager aan te stellen dan wel te ontslaan. Over het algemeen wordt gevonden dat ESG een onderdeel uitmaakt van het managerselectieproces. Managers zullen altijd willen begrijpen wat de economische redenering is achter de door de computer gevonden patronen. De boutique managers die geen middelen hebben om met grote datasets om te gaan, zullen zich mogelijk uit de markt terugtrekken.