

# Selectie en monitoring van externe beheerders

## Auteurs

Wouter ten Brinke en  
Roelof Salomons

Dit artikel gaat over u, uw externe beheerder en vertrouwen. De slechte resultaten van beleggers bij het inhuren en het ontslaan van externe beheerders kan deels worden verklaard door psychologische biases waar alle beleggers aan lijden. Een andere verklaring ligt in het ontbreken van een consistent proces voor het definiëren en evalueren van beleggingsmandaten. Welke bijdrage levert de externe beheerder aan de totale portefeuillestrategie? Hoe is de verhouding tussen actief en passief beheer en wat zijn de resultaten van beide onderdelen? Hoeveel werkelijk onafhankelijke beleggingsbeslissingen neemt de externe beheerder en wat was het resultaat van deze beslissingen? Welke skill verwacht ik van de externe beheerder en hoeveel geluk mag hij/zij hebben? Vertrouwen in de externe beheerder is gebaseerd op een kritische evaluatie en dit laatste begint bij voldoende vertrouwen in het eigen proces: 'stick to your guns and use them'. Zonder een goed plan kan er van vertrouwen in een beleggingsmandaat geen sprake zijn. Dit artikel gaat over performance, proces, controle en kosten. We sluiten af met zeven tips voor de selectie en monitoring van externe beheerders.

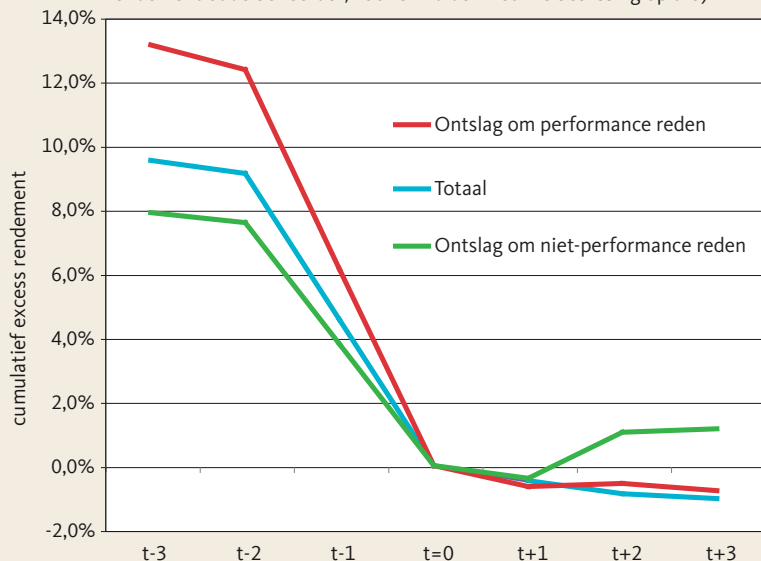
## Huren en vuren

Een van de weinige empirische onderzoeken naar de resultaten van het inhuren en ontslaan (hire & fire) van externe beheerders door institutionele beleggers is van Goyal & Wahal (2008). In een analyse van de beleggingsbeslissingen van 3400 institutionele beleggers in de VS tussen 1994 en 2003, signaleren zij een sterke mate van return-chasing: nieuwe externe beheerders worden ingehuurd na een periode van hoge positieve toegevoegde waarde (het excess rendement over een relevante benchmark), vergeleken met die van de huidige externe beheerder. De grafiek hiernaast is gebaseerd op data uit hun studie en laat zien dat het verschil in alpha tussen nieuwe en oude beheerders vóór de hire & fire-beslissing gemiddeld zo'n 3% op jaarbasis is. Helaas verdwijnt deze outperformance nadat de nieuwe externe beheerder is ingehuurd. Sterker nog, de beheerder die het veld moest ruimen behaalde een ruim 1% beter excess rendement dan de nieuwe beheerder. Tel hierbij op de transactiekosten van de hire & fire-beslissing, eventuele boetes voor het vervroegd uittreden uit het fonds en de waarde van een eventuele high watermark, en de totale waardevernietiging door het ontslaan en weer inhuren van externe beheerders kan oplopen tot zo'n 5 á 10%! Goyal en Wahal vroegen de institutionele beleggers ook naar de reden om van externe beheerder te wisselen. Als deze was ingegeven door performance overwegingen, was de waardevernietiging van de beslissing nog groter. Enkel en alleen als de beslissing was genomen om andere redenen dan performance (bijvoorbeeld veranderingen in de organisatie van de externe beheerder), behaalde de nieuwe manager een hoger excess rendement dan de ontslagen manager en had de beslissing om te wisselen waarde toegevoegd. Als alleen de rendementen afwijken van de verwachtingen maar organisatie en proces nog steeds hetzelfde zijn, blijkt het ontslaan van de manager vaak een suboptimale beslissing te zijn.

## Performance is niet persistent

Ook elders in de academische literatuur wordt er op gewezen dat de performance van professionele beleggers (fondsen of institutionele mandaten) verre van persistent is. Busse, Goyal en Wahal (2006) zien geen enkele persistentie in de performance van retail beleggingsfondsen, en slechts een zeer beperkte persistentie van outperformance in

Waardevernietiging door manager selectie  
(cumulatief excess rendement nieuwe -/- cumulatief excess  
rendement oude beheerder, voor en na de hire&fire beslissing op t=0)



institutionele mandaten (niet langer dan één jaar). Een correctie voor momentum-effecten in de prijzen van individuele aandelen waarin het mandaat belegt, elimineert een gedeelte van de waargenomen persistentie. Verder zien goede performers een forse instroom van nieuw belegd vermogen, maar de toegevoegde waarde die de manager genereert wordt vervolgens (veelal binnen twee jaar) insignificant. Ook Barras, Scaillet en Wermers (2010) signaleren een forse daling van alpha in beleggingsfondsen over de periode 1989-2006. Dit kan het gevolg zijn van het feit dat alpha nu eenmaal een zeer beperkte capaciteit heeft (zero-sum game). Ook kan alpha cyclisch zijn: in tijden van crisis worden financiële markten vooral gedreven door macrofactoren, maar op enig moment worden fundamentele ontwikkelingen in de economie en bedrijven weer van belang en moeten goede stock pickers in staat zijn om waarde toe te voegen. Ten slotte wijzen beide studies op een snel dalende alpha bij een combinatie van een groot beheerd vermogen en een grote toestroom van nieuw kapitaal. Dit kan het gevolg zijn van een beperkte omvang van de opportunity set, of van de omvang van transacties die de koers beïnvloeden en de waarde van het beleggingsidee elimineren. Ook zien we bij sterke groei van een fonds dat het beleggingsteam wordt uitgebreid en de portfolio manager vaak niet goed in staat is om zijn skills over te dragen aan nieuwe teamleden.

### Performance chasing is ki(lli)ng

Als rendementen niet persistent zijn, waardoor wordt die enorme aandacht voor recente performance van externe beheerders dan gedreven? Kahneman en Tversky (1979) ontdekten dat, wanneer beleggers geconfronteerd worden met onzekerheid, zij regels ontwikkelen om hun beslissingen op te baseren. In dit verband is voor veel beleggers het historische rendement de meest eenvoudige en wellicht enige ‘objectieve’ maatstaf van succes. Zogenaamd hoogstaande kwantitatieve analyse geeft een vals gevoel van zekerheid en waarheid. Verder leidt het gebruik van benchmarks tot een overmatige aandacht voor historische performance, ten koste van de werkelijke beleggingsdoelstellingen. Daarnaast hebben beleggers diverse psychologische tekortkomingen waaronder: i) een te groot vertrouwen dat de historische performance herhaald kan worden als gevolg van “de illusie van werkelijkheid” (we zoeken naar confirming evidence en negeren disconfirming evidence), ii) we overwegen recente informatie ten koste van informatie uit een verder verleden, en iii) we verwarren een sterke performance met manager skill (een neiging die sterker wordt naarmate er minder data beschikbaar is die de werkelijke drijvers van performance weergeeft). Bij institutionele beleggers worden deze tekortkomingen nog eens versterkt door het feit dat beslissingen worden genomen in groepsverband (de beleggingscommissie), waarbij de interactie tussen de commissieleden een sterke invloed heeft op de uitkomst van het beslissingsproces.



Roelof Salomons (l) en Wouter ten Brinke (r)

*De hoogte van het rendement is een zinloos concept; kijk naar de kwaliteit en drijvers van het rendement*

### Proces over uitkomst

Hoe bereiken we een objectieve evaluatie van de externe beheerder, gebaseerd op zijn verwachte bijdrage aan de totale portefeuillestrategie? Dit moet een vooruitkijkend proces zijn, want resultaten uit het verleden kunnen niet worden veranderd, beïnvloed of gerepliceerd. Ook is van belang dat

beleggingsrendementen cyclisch zijn. Gegeven de marktomstandigheden, worden toekomstige rendementen van een externe beheerder gedreven door zijn investment beliefs, beleggingsrichtlijnen, beslissingsproces, risicoperceptie en uiteraard geluk of skill (of beide).

Het is bijna ondoenlijk om enkel en alleen op basis van historische resultaten de beste externe beheerder te selecteren. De hoeveelheid data die nodig is om statistisch aan te kunnen tonen dat de rendementen niet de uitkomst zijn van een kansspel is eenvoudigweg te groot. Volgens Donoho, Crenian en Scanlan (2010) is het track record van een manager met een jaarlijkse alpha van 2% en een volatiliteit van die alpha van 5% (redelijke aannames voor een manager met skill en een benchmarkgerelateerd beleggingsmandaat) pas statistisch significant na...25 jaar! Slechts weinig beleggers hebben een dergelijke historie.

Mauboussin (2008) benadrukt dat het in de financiële industrie naast kunde ook om geluk gaat. Hij trekt dan ook de analogie naar iedere andere industrie waar de gokkans mede bepalend is. Vervolgens laat hij zien dat de meest succesvolle performers het proces belangrijker vinden dan de uitkomst. Het proces is namelijk het enige dat te controleren en te beheersen is. Als de beheerder in staat is de kansverdeling door

– waarom en hoe de beheerder opereert. Wat zijn dan de vragen die beleggers moeten stellen aan hun beheerders?

- Wat bepaalt de prijs van een vermogenstitel?
- Wat is het mechanisme dat ervoor zorgt dat die prijs (soms) verkeerd is?
- Wat is het competitieve voordeel van de beheerder om daarvan te profiteren?

Het is nog belangrijker als de beheerder weet hoe zijn proces ingebed is in de financiële theorie. Uiteindelijk zijn er drie redenen waarom een actieve beheerder waarde toe kan voegen: i) hij kan sneller informatie vergaren, ii) hij kan betere voorspellingen maken op basis van dezelfde informatie en/of iii) hij reageert sneller als de omstandigheden wijzigen en prijzen nog niet de juiste waarde reflecteren. Slager en Koedijk (2007) laten zien dat de mogelijkheid een antwoord op bovenstaande vragen te formuleren de alpha generators (die echt waarde toevoegt) onderscheidt van de alpha pretenders.

### Hoeveelheid actief beleid en de kosten

Wij kunnen in dit artikel uiteraard niet om het kostenaspect heen. Iedere belegger wil uiteindelijk waar voor zijn geld. Over dit onderwerp is veel geschreven. Een van de meest baanbrekende artikelen van de afgelopen jaren is van Cremers en Patajisto (2009). Zij berekenen de active share

## *Het gebruik van benchmarks leidt tot overmatige aandacht voor historische performance, ten koste van de werkelijke beleggingsdoelstellingen*

zijn proces marginaal in zijn voordeel te laten uitkomen dan zal hij op lange termijn winnen. Zoals Grinold en Kahn (2000) hebben laten zien gaat het bij actief beheer naast de skill van de manager (de correlatie tussen zijn voorspelling en het resultaat) ook om het aantal keren dat hij zijn skill kan aanwenden (het aantal onafhankelijke beslissingen). Beoordeling van een actieve manager moet dus altijd plaatsvinden in relatie tot het aantal onafhankelijke beleggingsbeslissingen dat de manager genomen heeft.

Het bovenstaande is allemaal onderdeel van het proces. Om onderscheid te kunnen maken tussen beheerders dient daar veel aandacht voor te zijn. Er kan heel veel informatie gehaald worden uit de wijze waarop het beleggingsproces is vormgegeven. Minahan (2006) waarschuwt echter dat veel beleidsplannen eigenlijk marketing slogans zijn en weinig inzicht geven in wat het beleggingsproces wil bereiken. Er mist vaak een filosofie hoe financiële markten werken en – belangrijker nog

van een beleggingsfonds door de portefeuille te splitsen in een index en de afwijkingen daarvan. Conceptueel kun je die actieve afwijkingen zien als niet anders dan een positie in een long/short marktneutraal hedgefund. Het percentage in het hedgefund is dan de active share van de portefeuille. De data laten een grote verscheidenheid tussen beheerders. Enerzijds zijn er enorm veel actieve managers met een active share van 90-100%, maar ook veel verkapte indexfondsen. Cremers en Patajisto leggen de lat erg hoog: iedereen met een active share van onder de 60% is niet actief. Zoveel verscheidenheid er is in de active share, zo weinig verschil is er in de kosten. De kosten voor fondsen met een hoge active share zijn niet veel hoger dan de fees die betaald worden voor index huggers. Het interessante aan de studie is, dat er tevens wordt aangetoond dat er een relatie is tussen de active share en het toekomstige rendement. Het zijn enkel de fondsen met een hoge active share die leveren. De belegger moet dus goed opletten waar hij voor betaalt. Neemt de beheerder voldoende actief risico

en betaal ik alleen daar voor of ook voor passief risico? Het is goed nog even te benadrukken dat het concept van active share iets anders is dan de meer bekende tracking error. Bij active share gaat het om verschillen in posities ten opzichte van de benchmarkportefeuille (ex-ante). Bij tracking error gaat het om verschillen in de gerealiseerde rendementen (ex-post).

## Beoordeel de bijdrage van de beheerder aan de doelstelling van het totale beleggingsmandaat

### Het monitoren van de toegevoegde waarde van de beheerder

Tot slot is er dan nog de vraag of de beheerder aan de hand van zijn rendementen en exposures kan laten zien wat hij levert. Wat is het actieve deel van de beleggingsbeslissing en wat is het resultaat van dat actieve deel? Ons inziens kan dat door analyse van de rendementreeksen aan de hand van een risicomodel zoals Fama en French (1996) of Carhart (1997) voorstellen. In het eerste simpele 3-factor model wordt het rendement van een beheerder (in dit geval aandelen) gerelateerd aan het rendement van i) de markt, ii) de value factor en iii) een size factor. Zo kan worden gezien of het rendement verklaard wordt door het nemen van meer risico (i), het systematisch kopen van ondergewaardeerde aandelen (ii) en/of het systematisch posities hebben in aandelen van kleine en middelgrote bedrijven. Het

### Zeven tips voor de evaluatie van externe beheerders

In dit artikel hebben we aan de hand van de recente literatuur aangegeven wat de belangrijkste punten zijn waar beleggers op moeten letten bij de selectie en monitoren van hun beheerders. Het kan niet vaak genoeg benadrukt worden dat een goede beschrijving van het mandaat en duidelijke afspraken over de doelstellingen veel problemen en misverstanden kan voorkomen. Dit artikel besluit dan ook met 7 tips voor het omgaan met externe beheerders.

- 1 Beoordeel een beheerder aan zijn bijdrage aan de doelstelling van het totale beleggingsmandaat;
- 2 Uw eigen beleggingsfilosofie en richtlijnen zijn hierbij een belangrijk referentiepunt. Deze zorgen voor consistentie en daarmee objectiviteit in uw selectie- en evaluatieproces;
- 3 Focus op consistentie in beleggingsfilosofie, -stijl en beslissingsproces. Dit bepaalt immers de *toekomstige* rendementen;
- 4 Niveau van het rendement is een zinloos concept; kijk naar de *kwaliteit* en de drijvers van het rendement;
- 5 Reken de beheerder af op de rendementen die hij behaalt in relatie tot zijn stijl.
- 6 Gun uzelf een lange evaluatieperiode. Wat is de te tolereren frequentie en omvang van de under/outperformance? Leg dit vooraf vast.
- 7 Let bij een actieve manager op de mate van actief risico en de kosten.

Carhart model voegt daar de eerder genoemde momentum factor aan toe. Dit zijn standaard risicofactoren waartegen analyse mogelijk is. Als de belegger een large cap value beheerder heeft geselecteerd die in de regressie een tilt naar small cap growth aandelen laat zien dan wordt het tijd voor een goed gesprek. Als de value beheerder het goed doet maar de value factor als geheel achterblijft dan doet de beheerder zijn werk naar behoren, maar is de vraag gerechtvaardigd of de strategische beslissing de juiste is. ■

#### De auteurs

- Dit artikel is gebaseerd op de module *Selectie en monitoring van externe managers* zoals die eind 2011 door de auteurs verzorgd is als onderdeel van het VBA Permanente Educatie programma.
- Wouter ten Brinke heeft jarenlange ervaring in het selecteren en monitoren van externe beheerders, als Managing Partner bij Theta Capital Management. Sinds januari 2012 is hij CEO van Monte Rosa Investment Partners.
- Roelof Salomons is CEO/CIO van Pelargos Capital en verbonden aan de Rijksuniversiteit Groningen waar hij onderzoek doet en college geeft over Institutional Investment Management.

#### Referenties

- Barras, L., O. Scaillet & R. Wermers, 2010, *False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas*, Journal of Finance, 65, 179-216.
- Carhart, M., 1997, *On Persistence in Mutual Fund Performance*, Journal of Finance, 52, 57-82
- Cremers, M. & A. Petajisto, 2009, *How Active is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance*, Review of Financial Studies, 22, 3329-3365.
- Donoho, D., R. Crenian & M. Scanlan, 2010, *Is Patience a Virtue? The Unsentimental Case for the Long View in Evaluating Returns.*, Journal of Portfolio Management, 37, 105-120.
- Goyal, A. & S. Wahal, 2008, *The Selection and Termination of Investment Management Firms by Plan Sponsors*, Journal of Finance, 63, 1805-1847.
- Fama, E. & K. French, 1996, *Multifactor explanations of asset pricing anomalies*, Journal of Finance, 51, 55-84.
- Kahneman, D. & A. Tversky, 1979, *Prospect theory: An analysis of decision under risk*, Econometrica, 47, 263-291.
- Minahan, J., 2006, *The role of investment philosophy in evaluating managers: A consultant's perspective on distinguishing alpha from noise*, Journal of Investing, 6-11.
- Mauboussin, M., 2008, *More than you know*, Columbia Business School Publishing.
- Slager, A. & K. Koedijk, 2007, *Investment Beliefs*, Journal of Portfolio Management, 33, 77-84.