

"Bij elkaar komen is een begin, bij elkaar blijven is vooruitgang, samenwerken is succes"

DE CREATIE VAN EEN LANGE-TERMIJN SAMENWERKINGSVERBAND TUSSEN KLANT EN VERMOGENSBEHEERDER

Patrick Wierckx¹

INLEIDING

"Nothing will ever separate us. We will probably be married another ten years". Vijf dagen nadat Elizabeth Taylor deze uitspraak deed, vroeg zij een scheiding aan.

De meeste pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen beleggen met een lange-termijn beleggingshorizon. Echter, in de praktijk is het eerder regel dan uitzondering dat een vermogensbeheerder na een periode van tegenvallende beleggingsresultaten wordt vervangen door de klant. De verbondenheid tussen de klant en de vermogensbeheerder heeft meer overeen-

komsten met een transactionele en inwisselbare relatie, dan met een stabiele relatie die gebaseerd is op wederzijds vertrouwen en waarbij beide partijen elkaar versterken.

De lange-termijn beleggingshorizon van een klant maakt het mogelijk om unieke lange-termijn beleggingskansen te exploiteren. Echter, de korte-termijn focus van de klant leidt bij tegenvallende resultaten nogal eens tot het voortijdig afscheid nemen van de vermogensbeheerder. In de praktijk betekent dit dat de lange-termijn kansen daardoor lastig te behalen zijn. Onderzoek van Baird (2014) toont aan dat maar liefst 97% van succesvolle beleggingsfondsen² een driejaars periode ondergaan waarbij de resultaten slechter zijn dan de benchmark. Verder laten Goyal en Wahal (2008) in hun onderzoek zien dat klanten die afscheid nemen van haar vermogensbeheerders op basis van slechte korte-termijn beleggingsresultaten, dit in het algemeen doen wanneer de beleggingsresultaten van de vermogensbeheerders een bodem hebben bereikt. Eveneens laten de onderzoekers zien dat vermogensbeheerders juist worden aangenomen in een periode van sterke beleggingsresultaten.

Wanneer klanten veel aandacht hebben voor korte-termijn beleggingsresultaten ontstaat een suboptimale situatie. Naast het feit dat het onderzoek van Goyal en Wahal (2008) laat zien dat de nieuw aangestelde vermogensbeheerders het niet beter doen dan de vermogensbeheerders waarvan afscheid is genomen, moet eveneens rekening gehouden worden met de kosten die worden gemaakt om dergelijke mutaties mogelijk te maken. Deze kosten zorgen niet alleen voor een drukkend effect op het rendement, zoals transitiekosten en transactiekosten, maar mutaties van vermogensbeheerders doen ook een groter beroep op de beschikbare tijd van bestuurders.

De vraag is hoe klanten en vermogensbeheerders deze negatieve consequenties kunnen voorkomen. Dit artikel behandelt zeven praktische aanbevelingen die tot doel hebben de verbondenheid tussen de klant en haar vermogensbeheerders te versterken en te zorgen voor een minder grote nadruk op de korte-termijn beleggingsresultaten. Dit zal niet alleen positief bijdragen aan de beleggingsresultaten, maar verbetert tevens de uitlegbaarheid van de gedragingen van de klant. Als laatste zal

Patrick Wierckx CFA
Senior Portfolio Manager bij MN



een sterke verbondenheid tussen klant en haar vermogensbeheerder een positief effect hebben op de maatschappij als geheel, aangezien frictiekosten (zoals kosten van transitie-management) worden verlaagd.

HARMONISATIE BELEGGINGSTERMIJNEN

De eerste aanbeveling creëert een sterkere verbondenheid middels een overeenstemming van de beleggingshorizon van de klant met de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder.

De beleggingshorizon van een pensioenfonds of verzekeraar wordt voornamelijk bepaald aan de hand van de duratie van de verplichtingen. Daarbij zijn termijnen van 20 tot 25 jaar geen uitzondering. Eveneens wordt de beleggingshorizon bepaald door de periode waarbinnen de zogenaamde risicopremies geacht te worden behaald (De Roon en Slager, 2012). In de praktijk wordt bij de vaststelling van de beleggingshorizon vermoedelijk in mindere mate rekening gehouden met niet-financiële aspecten. Zo is het niet ondenkbaar dat gedurende een lange beleggingshorizon de samenstelling van het bestuur of de beleggingscommissie van een klant verandert. Deze personele wijzigingen kunnen resulteren in andere voorkeuren ten aanzien van de passendheid van bepaalde beleggingsstrategieën of beleggingscategorieën, zoals ten aanzien van hedge funds of beleggingen in grondstoffen. Gedurende de beleggingshorizon kan ook de houding van toezichhouders ten aanzien van specifieke beleggingen veranderen of bepaalde wet- en regelgeving wijzigen. Zo is het niet ondenkbaar dat de invoering van het nieuwe pensioenstelsel gevolgen zal hebben voor diverse beleggingsstrategieën. Als laatste kan de voorkeur van een bestaande beleggingsstrategie veranderen door het feit dat klanten gevoelig zijn voor bepaalde trends op financiële markten. In de praktijk blijkt dat veranderingen in de voorkeur vaak resulteren in een voortijdig afscheid van een beleggingsstrategie, waardoor de beleggingsstrategie niet effectief gebruik kan maken van de gehele beleggingshorizon. De trend naar meer duurzame beleggingen met een vaak lange beleggings- en impacthorizon maakt dat dit eveneens een actueel en belangrijk thema is.

Dit voortijdig beëindigen van een beleggingsstrategie resulteert in diverse kosten, waaronder meer zichtbare kosten (zoals transactiekosten, transitie-managementkosten en juridische kosten) en minder zichtbare, maar evenwel mogelijk significante kosten (zoals onvoldoende geëxploiteerd rendementspotentieel en mogelijk reputatieschade als gevolg van een door de tijd heen minder consistent lijkend beleid).

Om de mate van verbondenheid tussen de klant en de vermogensbeheerder te vergroten en de kosten gepaard gaande met wisselingen van vermogensbeheerders te reduceren is het van belang de effectieve beleggingshorizon van de klant vast te stellen. Deze *effectieve beleggingshorizon* is de minimale termijn waarbinnen een beleggingsstrategie kan worden toegepast waarbij tussentijdse beëindiging van deze strategie wordt geminimaliseerd.

Bij de vaststelling van de effectieve beleggingshorizon wordt tevens rekening gehouden met de zogenaamde principaal-agent relatie tussen de klant en de vermogensbeheerder (Van Dam en Dijkstra, 2018). De principaal-agent relatie resulteert onder meer in een voorkeur van de klant (de principaal) voor een zo vroeg mogelijk oordeel over de vermogensbeheerder (de agent). Een vermogensbeheerder die een lange beleggingshorizon hanteert, kan daardoor mogelijk minder passend zijn gezien de benodigde lange-termijn beoordelingsperiode. De principaal-agent relatie resulteert dan ook in een verkorting van de effectieve beleggingshorizon. Verder is de mate van ervaring met een nieuw aan te stellen vermogensbeheerder waarschijnlijk beperkt, waardoor het raadzaam is de effectieve beleggingshorizon conservatief te bepalen.

DE EFFECTIEVE BELEGGINGSHORIZON VAN DE KLANT MOET GELIJK ZIJN AAN DE BELEGGINGSHORIZON VAN DE VERMOGENSBEHEERDER

Als laatste wordt de termijn van de effectieve beleggingshorizon beïnvloed door de risicohouding van de klant. De risicohouding wordt voornamelijk bepaald door het vermogen en de bereidheid tot het nemen van risico van de klant. In het algemeen zal een solide financiële situatie een verlengend effect hebben op de effectieve beleggingshorizon en vice versa.

De effectieve beleggingshorizon wordt idealiter voor iedere beleggingscategorie vastgesteld aangezien iedere beleggingscategorie een specifieke rol heeft in de totale beleggingsportefeuille (De Roon en Slager, 2012). Eveneens kan zodoende een betere inschatting worden gemaakt ten aanzien van een veranderende houding van een toezichhouder ten aanzien van een specifieke beleggingscategorie. Bij traditionele beleggingscategorieën (zoals aandelen) zal deze houding minder snel veranderen. Vooral bij nieuwe beleggingscategorieën dient meer rekening te worden gehouden met de mogelijkheid dat een toezichhouder voortijdig haar mening verandert.

VASTSTELLING MEEST PASSENDE BELEGGINGSSTRATEGIE

De tweede aanbeveling bereikt een sterkere verbondenheid tussen de klant en de vermogensbeheerder door middel van de vaststelling van de meest passende beleggingsstrategie.

Ondanks het brede en gedifferentieerde aanbod van actieve beleggingsstrategieën in de markt is niet iedere beleggingsstrategie passend voor de klant. Zo kan de keuze voor een beleggingsstrategie worden beperkt tot beleggingsstrategieën met een duidelijk competitief voordeel. Het bezitten van een competitief voordeel is een essentiële voorwaarde voor een beleggingsstrategie om positieve relatieve rendementen te genereren en draagt zodoende bij aan de houdbaarheid van het

vertrouwen in de vermogensbeheerder. Fuller (1998) onderscheidt hierbij een drietal categorieën competitieve voordelen: informatiele, analytische en gedragsmatige competitieve voordelen.

Informatiele competitieve voordelen komen voort uit het bezit en de exploitatie van waardevolle informatie door een marktparticipant. Deze informatie is waardevol indien deze grotendeels niet bekend is bij andere marktparticipanten en een duidelijk effect heeft op de waardering van een belegging. In het algemeen wordt een informatieel competitief voordeel gekenmerkt door een korte beleggingshorizon, aangezien in toenemende mate andere marktparticipanten deze unieke informatie eveneens verkrijgen. Eveneens is de desbetreffende informatie vaak periodeafhankelijk. Zo zal unieke informatie over nog te publiceren kwartaalverkoopcijfers, niet meer waardevol zijn nadat deze is gepubliceerd door de onderneming. Informatiele competitieve voordelen zijn in de praktijk moeilijk te exploiteren vanwege beperkingen door wettelijke maatregelen. Door ontwikkelingen in de communicatie-infrastructuur is de verspreiding van informatie, alsmede de snelheid daarvan, sterk verbeterd waardoor het aanbod van deze voordelen verder is verminderd.

HISTORISCHE BELEGGINGSRESULTATEN BIEDEN WEINIG TOEGEVOEGDE WAARDE IN SELECTIEPROCES

Analytische competitieve voordelen kunnen worden behaald door het analyseren en combineren van publiek beschikbare informatie. Dit voordeel is niet eenvoudig te kopiëren door andere marktparticipanten. Zo zal een competitief voordeel voortkomende uit specifieke diepgaande sector kennis minder makkelijk zijn te behalen door marktparticipanten die deze kennis niet bezitten of simpelweg de researchcapaciteit daarvoor ontberen. Dientengevolge is de beleggingshorizon van dit competitief voordeel langer dan bij een informatief competitief voordeel.

Gedragsmatige competitieve voordelen vormen de laatste categorie. Diverse onderzoeken (o.a. Kahneman en Tversky, 1979) laten zien dat marktparticipanten vuistregels gebruiken bij het verwerken van informatie en het nemen van besluiten. De gedragsmatige voorkeuren die hierdoor ontstaan, kunnen resulteren in een incorrecte waardering van een belegging. Aangezien deze voorkeuren de neiging hebben om zeer persistent te zijn, is voor het benutten van dit competitief voordeel een relatief lange beleggingshorizon nodig.

Om optimaal te profiteren van het rendementspotentieel van een beleggingsstrategie is het belangrijk dat de effectieve beleggingshorizon van de klant gelijk is aan de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder. Hieruit volgt dat de

evaluatie van de vermogensbeheerder pas kan plaatsvinden nadat de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder is verstreken. De *minimale evaluatieperiode* is hierbij dan ook gelijk aan de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder en eveneens gelijk aan de effectieve beleggingshorizon van de klant. Overigens betekent dit geenszins dat de klant tussentijds geen beoordelingsgerichte activiteiten kan uitvoeren. Integendeel, de monitoring van de vermogensbeheerder zal voor de klant bestaan uit een intensieve dialoog met de vermogensbeheerder, zoals later zal worden besproken in dit artikel.

In Wierckx (2021) wordt op basis van de prijs-efficiëntie van een beleggingscategorie en de effectieve beleggingshorizon de meest passende beleggingsstrategie onderbouwd. De belangrijkste uitkomsten worden in Tabel 1 getoond.

Tabel 1
Beleidsmatrix: optimale beleggingsstrategieën (Wierckx, 2021)

		Prijs-efficiëntie beleggingscategorie		
		Laag	Gemiddeld	Hoog
Effectieve beleggingshorizon	Kort	I/ P	P	P
	Gemiddeld	A	A/P	P
	Lang	G	G	G/P

P = Passieve beleggingsstrategie
I = Informatiele beleggingsstrategie
A = Analytische beleggingsstrategie
G = Gedragsmatige beleggingsstrategie

Tabel 1 laat zien dat een actieve beleggingsstrategie niet altijd de meest passende beleggingswijze is. Zo is een passieve beleggingsstrategie wenselijk bij een beleggingscategorie die in hoge mate efficiënt is. Eveneens is bij een (zeer) korte effectieve beleggingshorizon een passieve beleggingsstrategie het meest passend aangezien weinig tot geen actieve beleggingsmogelijkheden zijn te exploiteren gedurende deze korte beleggingshorizon. Daarentegen maakt een lange effectieve beleggingshorizon het mogelijk om gebruik te maken van een gedragsmatige beleggingsstrategie. Naarmate de mate van risicotolerantie lager is of de mate van bestuurswisselingen hoger is, wordt de effectieve beleggingshorizon korter en is een gedragsmatige beleggingsstrategie minder wenselijk. In een dergelijke situatie heeft een analytische, dan wel een informatiele beleggingsstrategie de voorkeur.

OVEREENSTEMMING SELECTIEPROCES MET COMPETITIEF VOORDEEL

In de praktijk zal de bestendigheid van de relatie tussen de klant en de vermogensbeheerder mede bepaald worden door de mate van tolerantie van de klant ten tijde van teleurstellende beleggingsresultaten. Daartoe is het van belang dat het vergroten van het vertrouwen in de vermogensbeheerder reeds in het selectieproces door de klant wordt geadresseerd.

Tijdens het selectieproces beschrijft de vermogensbeheerder allereerst haar specifieke competitieve voordeel, alsmede de hierbij passende beleggingshorizon. Dit vereist van de vermogensbeheerder een gedegen introspectief proces. Daarbij

ligt de aandacht op het bepalen van de specifieke markt-inefficiëntie die de vermogensbeheerder exploiteert en waarom deze inefficiëntie niet (of in mindere mate) door andere marktparticipanten kan worden weg gearbitreerd. Doordat de vermogensbeheerder haar beleggingshorizon heeft vastgesteld, wordt de klant in staat gesteld om vroegtijdig een vermogensbeheerder uit te sluiten wanneer onvoldoende aansluiting is tussen de effectieve beleggingshorizon van de klant en de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder.

Verder zal de klant het selectieproces primair moeten richten op de beoordeling van het competitief voordeel van de vermogensbeheerder. Hierbij wordt eveneens een inschatting gemaakt in welke mate de ondernemingsstrategie van de vermogensbeheerder erop gericht is om dit competitief voordeel te waarborgen, dan wel te versterken in de toekomst. Bij een competitief voordeel dat sterk afhankelijk is van specifieke personen zal door de vermogensbeheerder duidelijk moeten worden gemaakt op welke wijze zij deze personen blijven binden aan hun organisatie. De gehele beoordeling van het competitief voordeel kenmerkt zich dan ook door een hoge mate van maatwerk om zodoende het vertrouwen in de vermogensbeheerder bij aanvang te verhogen.

De houdbaarheid van het vertrouwen in de vermogensbeheerder kan verder worden versterkt door een specifiekere rol van historische beleggingsresultaten in het selectieproces. De beperkte mate van tolerantie wanneer een vermogensbeheerder een periode van teleurstellende beleggingsresultaten kent, is mede een resultante van de invloed van historische beleggingsresultaten in het selectieproces. Indien het vertrouwen van de klant voornamelijk gebaseerd is op een historisch goed track-record, moet worden onderkend dat na een periode met teleurstellende resultaten het vertrouwen van de klant in de vermogensbeheerder snel vervliegt. Dit resulteert dan meestal in een voortijdig afscheid van de recent aangestelde vermogensbeheerder. Aangezien vrijwel iedere succesvolle vermogensbeheerder een periode met teleurstellende beleggingsresultaten zal kennen, is het van belang om de invloed van historische beleggingsresultaten in het selectieproces kritisch te beoordelen. Deze noodzaak wordt onderschreven door diverse onderzoeken (onder meer Cornell, 2017 en Goyal, 2008) waaruit blijkt dat historische resultaten weinig tot geen waarde toevoegen bij het selecteren van een vermogensbeheerder.

Historische beleggingsresultaten zijn een van de weinige datapunten die kwantitatief, tijdig, objectief en eenvoudig beschikbaar zijn. Deze eigenschappen resulteren in een natuurlijke neiging voor de klant om deze datapunten (uitgebreid) te analyseren middels diverse kwantitatieve methoden en technieken. Voorkomen dient te worden dat historisch sterke beleggingsresultaten leiden tot een vergroting van het initiële vertrouwen van de klant in de vermogensbeheerder, zonder dat hiervoor begrip is verkregen van het competitief voordeel van de vermogensbeheerder. Historische beleggingsresultaten en andere historische portefeuillegegevens dienen pas te worden

geanalyseerd, nadat door de klant een goed begrip is verkregen van het competitief voordeel van de vermogensbeheerder.

De klant zal het gebruik van historische datapunten moeten beperken tot analyses die tot doel hebben de mate van coherentie te beoordelen tussen de kwantitatieve kenmerken en de beleggingsstrategie van de vermogensbeheerder. Zo kan op basis van de historische mutaties in de portefeuille relatief eenvoudig worden beoordeeld in hoeverre deze passend is bij de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder. Hierbij gaat een lange beleggingshorizon in het algemeen gepaard met een relatief laag aantal mutaties in de portefeuille. Dergelijke analyses worden bij voorkeur besproken met de vermogensbeheerder alvorens definitieve conclusies hieraan verbonden kunnen worden, aangezien valide redenen bestaan waarom bijvoorbeeld een hogere mate van mutaties in de portefeuille toch passend kan zijn bij een lange-termijn beleggingshorizon.

CO-CREATIE ALS ULTIEME UITING VAN VERBONDENHEID KLANT EN VERMOGENSBEHEERDER

Het selectieproces wordt pas als afgerond beschouwd indien de klant voldoende vertrouwen heeft om een verbintenis aan te gaan met de vermogensbeheerder voor een periode die minimaal gelijk is aan beleggingshorizon van de vermogensbeheerder.

OVEREENSTEMMING CONTRACTUELE AFSPRAKEN MET COMPETITIEF VOORDEEL

Nadat een vermogensbeheerder is geselecteerd, wordt normaliter een investment management agreement (IMA) opgesteld waarin de contractuele afspraken tussen de klant en de vermogensbeheerder worden vastgelegd. Deze afspraken kunnen de mate van verbondenheid tussen de klant en de vermogensbeheerder in de praktijk sterk beïnvloeden. Het is hierbij van belang dat de IMA in overeenstemming wordt gebracht met het streven naar een sterke verbondenheid tussen beide partijen. Een tweetal aspecten zijn daarbij belangrijk.

Ten eerste is het aan te raden zowel de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder als de minimale evaluatieperiode van de klant op te nemen in de IMA. Het opnemen van de minimale evaluatieperiode zorgt ervoor dat de vermogensbeheerder voldoende tijd krijgt om de marktinefficiënties te exploiteren. Het opnemen van de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder helpt de klant bij de beoordeling van de passendheid van portefeuille-transacties in relatie tot de beleggingsstrategie van de vermogensbeheerder.

Ten tweede is het raadzaam om specifieke ontbindingsclausules op te nemen in de IMA. Hierbij kan een klant de IMA opzeggen voordat de minimale evaluatieperiode is verlopen. Een conser-

vatieve houding is hierbij gewenst, zowel ten aanzien van het aantal ontbindingsclausules als de inhoud hiervan. Een te groot aantal of te ruim opgestelde clausules zullen sneller leiden tot opzegging van de IMA, met als gevolg dat de gewenste verbondenheid grotendeels teniet kan worden gedaan. Bij het vaststellen van de ontbindingsclausules is van belang om deze direct te relateren aan de beleggingsstrategie van de vermogensbeheerder. Zo zal bij een analytische beleggingsaanpak die sterk afhankelijk is van de analytische kwaliteiten van een (ster)-fundmanager, een ontbindingsclausule kunnen worden opgenomen die direct relateert aan de verbintenis van deze fundmanager met de portefeuille die hij of zij voor de klant beheert. Verder kan bij een informationele beleggingsstrategie een ontbindingsclausule gericht zijn op de verbintenis van een specifieke analist. Als laatste zou bij een kwantitatieve (gedragsmatige) beleggingsaanpak een wijziging van het onderliggende model een reden kunnen zijn tot ontbinding.

Ontbindingsclausules met verwijzingen naar beleggingsresultaten die behaald worden gedurende een periode die korter is dan de minimum evaluatieperiode moeten zo veel mogelijk worden voorkomen, aangezien de beoogde verbondenheid daardoor teniet wordt gedaan.

CONSERVATIEVE BENADERING TEN AANZIEN VAN ALLOCATIES

Na de aanstelling van een vermogensbeheerder is de ervaring met de vermogensbeheerder uiteraard nog beperkt. Het is daarom raadzaam de omvang van de initiële allocatie conservatief te bepalen. De minimale evaluatieperiode kan als richtlijn wordt aangehouden voor de initiële allocatie, waarbij tussentijdse onttrekkingen zoveel mogelijk moeten worden voorkomen. In het algemeen geldt dat hoe langer de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder, hoe conservatiever de omvang van de initiële allocatie. Doordat na verloop van tijd een betere beoordeling mogelijk is van de kwaliteit van de vermogensbeheerder kan de omvang van de allocatie naar de vermogensbeheerder worden vergroot.

De praktijk leert dat allocatieveranderingen regelmatig plaatsvinden als gevolg van wijzigingen in de beleggingsmix van de klant. Om de verbondenheid tussen de klant en de vermogensbeheerder te waarborgen is het belangrijk om onttrekkingen bij de vermogensbeheerder zoveel mogelijk te voorkomen. Het is raadzaam om binnen een beleggingscategorie een portefeuille in te richten die specifiek tot doel heeft deze allocatieveranderingen zoveel mogelijk te faciliteren. Door de hoge frequentie en de onregelmatige timing van de allocatieveranderingen heeft deze portefeuille een (zeer) korte beleggingshorizon. Mede vanwege deze korte beleggingshorizon is een passieve beheervorm voor deze portefeuille het meest passend. Daarnaast is de spreiding van een passief beheerde portefeuille in het algemeen breder dan bij een vergelijkbare actief beheerde portefeuille, waardoor het liquiditeitsprofiel eveneens beter is.

OVEREENSTEMMING BEOORDELING- EN MONITORINGSPROCES MET COMPETITIEF VOORDEEL

De houdbaarheid van de relatie tussen de klant en de vermogensbeheerder wordt sterk bepaald door de wijze waarop de klant haar vermogensbeheerder monitort en beoordeelt.

De monitoringsfase van de klant dient zich primair te richten op de beoordeling van de sterkte van het competitieve voordeel van de vermogensbeheerder en in welke mate de organisatie van de vermogensbeheerder zich committeert aan het behouden en versterken van dit competitief voordeel. De beoordelingscriteria die zijn gebruikt bij de selectiefase dienen hiervoor als basis en worden vervolgens regelmatig geüpdatet.

Zolang de termijn van de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder nog niet is verstreken, vervullen performancecijfers slechts een beperkte rol bij de beoordeling van de vermogensbeheerder. Performancecijfers worden voornamelijk gebruikt om inzicht te krijgen in de gedragingen van de vermogensbeheerder (met name in tijden van tegenvallende beleggingsresultaten), waarbij door de klant wordt beoordeeld in hoeverre mutaties in de portefeuille nog steeds passend zijn bij de beleggingsstrategie en de bijbehorende beleggingshorizon van de vermogensbeheerder. In de praktijk blijkt vaak dat een vermogensbeheerder die wordt geconfronteerd met een periode van tegenvallende resultaten, de neiging vertoont om (risicovollere) transacties uit te voeren die niet passend zijn bij de beleggingshorizon en het competitief voordeel van de vermogensbeheerder (o.a. Brown, Harlow en Starks, 1996). De klant zal de vermogensbeheerder kritisch moeten bevragen naar de achtergrond van deze transacties om zodoende de coherentie hiervan met de desbetreffende beleggingsstrategie te kunnen beoordelen. Het is daarom raadzaam een zogenaamde 'style-drift'-ontbindingsclausule op te nemen. De klant kan dan de IMA voortijdig ontbinden wanneer de portefeuillemutaties duidelijk blijken geven van een gewijzigde beleggingsstrategie en beleggingshorizon.

CO-CREATIE VAN BELEGINGSSTRATEGIE

Een situatie waarbij de beleggingshorizon van de vermogensbeheerder overeenkomt met de effectieve beleggingshorizon biedt de mogelijkheid tot het gezamenlijk ontwikkelen van een klant-specifieke beleggingsstrategie. Een volledig op de klant afgestemd product biedt beide partijen significante voordelen (o.a., Koedijk, Slager en Van Dam, 2019). Een dergelijke beleggingsstrategie zal in hoge mate bijdragen aan het behalen van de financiële en niet-financiële beleggingsdoelstellingen van de klant. Zo hebben diverse Nederlandse pensioenfondsen inmiddels samen met haar uitvoerders een lange-termijn beleggingsproduct ontwikkeld waarbij naast rendementsdoelstellingen eveneens duurzaamheidsdoelstellingen worden nagestreefd.

Naast dit voordeel voor de klant, biedt deze vorm van samenwerking eveneens een voordeel voor de vermogensbeheerder.

Tabel 2
Overzicht huidig
paradigma versus
nieuw paradigma
(Wierckx, 2021)

	Huidig paradigma	Nieuw paradigma
Type relatie	Transactioneel	Partnership
Beheerfee		Lager
Transitiefee		Lager
Co-development /Maatwerk	Laag	Hoger
Alignment klant	Laag	Hoger
Alignment vermogensbeheerder	Laag	Hoger
Beleggingshorizon	Niet expliciet gedefinieerd	Expliciet gedefinieerd
Performance evaluatie periode		
• Vaststelling	Ad-hoc gedurende contract	Voor aanvang contract
• Betrokken partijen	Klant	Klant en vermogensbeheerder
• Gedifferentieerd	Nee	Ja
• Onderdeel IMA	Nee	Ja
• Geformaliseerd	Nee	Ja
Selectie / monitoringsfase		
• Belang performance	Gemiddeld tot groot. Performance als proxy van de kwaliteit van de vermogensbeheerder.	Beperkt. Slechts alleen vanuit het perspectief van het competitief voordeel van de vermogensbeheerder.
• Criteria	Beleggingsfilosofie, beleggingsproces, beleggingsresultaten, personeel en portefeuille.	Gericht op alle aspecten van het competitief voordeel.
• Differentiatie	Beperkt	Hoog. Gebaseerd op type competitief voordeel.
Ontbinding IMA	Onconditioneel	Conditioneel

Co-creatie zorgt voor de mogelijkheid dat de vermogensbeheerder zich kan ontwikkelen tot een toegewijd partner van de klant. De vermogensbeheerder zal hierdoor eerder worden betrokken bij nieuwe beleggingsvraagstukken van de klant. Dit versterkt de onderlinge verbondenheid verder.

CONCLUSIE

In een tijd waarin vermogensbeheerders als eenvoudig inwisselbaar worden gezien en waarbij de tolerantie ten aanzien van teleurstellende beleggingsresultaten beperkt lijkt te zijn, is het noodzakelijk om te komen tot een nieuw paradigma dat gebaseerd is op een sterkere verbondenheid tussen de klant en haar vermogensbeheerder (zie tabel 2). Op basis van de praktische aanbevelingen die in dit artikel worden beschreven wordt het mogelijk om een duurzamere relatie tussen de klant en haar vermogensbeheerder te effectueren met wederzijds voordelen. Of zoals Henry Ford het treffend verwoordt:

“Bij elkaar komen is een begin, bij elkaar blijven is vooruitgang, samenwerken is succes”.

Literatuur

- Baird’s Advisory Services Research, 2014, The Truth about Top-Performing Money Managers – Why investors should expect – and accept – periods of poor relative performance.
- Brown, K., W. Harlow en L. Starks, 1996, Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry, *Journal of Finance*, vol. 51: 85–110.
- Cornell, B., J. Hsu en D. Nanigian. (2017), Does Past Performance Matter in Investment Manager Selection? *The Journal of Portfolio Management*, 43: 33–43.

- De Roon, F. en A. Slager, 2012, The Duration and Turnover of Dutch Equity Ownership A Case Study of Dutch Institutional Investors, *Eumedion*.
- Fuller, R., 1998, Behavioral Finance and the Sources of Alpha, *Journal of Pension Plan Investing*, vol.2.
- Goyal A., en S. Wahal, 2008, The Selection and Termination of Investment Management Firms by Asset Owners. *Journal of Finance*, vol. 42: 1805–1847.
- Kahneman, D., en A. Tversky, 1979, Prospect Theory: An Analysis of Decision Making Under Risk, *Econometrica*, 47: 263–291.
- Kahneman, D., J. Knetsch en R. Thaler, 1990, Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem, *Journal of Political Economy*, 98(6): 1325–1348.
- Koedijk, K., A. Slager en J. Van Dam, 2019, *Achieving Investment Excellence: A Practical Guide for Trustees of Pension Funds, Endowments and Foundations*, Wiley
- Van Dam, J. en L. Dijkstra, 2018, Long-term investing in public equity markets: what does success look like... and how to organize it?, *The 300 Club*
- Wierckx, P., 2021, Thinking Beyond the Hiring and Firing of Asset Managers: A New Framework Truly Aligning Asset Owners with Asset Managers. *Journal of Accounting and Finance*, vol. 21(2): 127–142.

Noot

- 1 Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven en reflecteert niet noodzakelijkerwijs de mening van MN.
- 2 Succesvolle beleggingsfondsen zijn in het onderzoek van Baird (2014) gedefinieerd als beleggingsfondsen die op een 10-jaars basis meer dan 1% jaarlijkse outperformance hebben laten zien met een lagere volatiliteit dan de benchmark.