

# Weet wat je meet

Kun je van het meten van performance je specialisatie maken? Hans Braker vindt van wel en het lukt hem al vijftien jaar lang daarmee zijn schoorsteen rokende te houden. In verschillende publicaties zet hij uiteen wat de knelpunten zijn die bij het meten van performance naar voren komen.

Bij het inrichten van een beleggingsportefeuille worden verschillende actieve beslissingen genomen. Uiteindelijk zal goed moeten worden bepaald wat de toegevoegde waarde van al deze beslissingen is. Dat klinkt eenvoudiger dan het is. Wij spraken met Hans over de kunst van het performance meten.

## Vooraf

De gespreksonderwerpen waren de vraag wat het belang van goede performancemeting is, wat daarbij de valkuilen zijn en wat de toegevoegde waarde voor een beleggingsorganisatie is van een goede meting van de prestaties. Wat heb je er als professional aan?

### *Waarom zou je überhaupt in de institutionele wereld gebruik maken van benchmarks?*

Je moet met benchmarks werken om na te kunnen gaan wat er in je beleggingsproces goed en fout is gegaan. Als belegger neem je een hele reeks beslissingen. Je wil kunnen vaststellen wat de impact is

geweest van de beslissingen. In het beleggingsproces zijn verschillende partijen verantwoordelijk voor (een deel van) de beslissingen. Je wilt achteraf kunnen nagaan wat de impact is geweest van deze beslissingen. Je moet dus gaan meten en de relatie leggen tussen de beslissingen de uitkomst daarvan. Zonder goede meting zou het hele proces een grote – ongedefinieerde – brij worden.

### *Laten we het bestuurlijke proces eens ontrafelen. Bij een pensioenfonds neemt het bestuur – al of niet aan de hand van een ALM studie – een aantal beslissingen over de structurering en de inrichting van de portefeuille. Vaak zien we dat daarbij een aantal externe partijen wordt ingeschakeld. Waar liggen wat jou betreft de verantwoordelijkheden?*

Op basis van een ALM studie kom je als bestuur uit op een zeer globale inrichting van je portefeuille. Je besluit over het gewicht van aandelen en andere assets. De normportefeuille die daar uitrolt is een hele brede, zeer gestileerde, portefeuille. Je hebt nog niets gezegd over large en small caps of over waarde-aandelen om maar wat te noemen. Je hebt besturen die op dat moment al de keuze maken over de vraag – om maar een voorbeeld te noemen – of ze in waarde-aandelen gaan. Ze bepalen vervolgens een mandaat en dat leggen ze neer bij een externe vermogensbeheerder. Stel je nou eens voor dat die beheerder erin slaagt die algemene benchmark te verslaan. Dan is het op dat moment totaal onduidelijk wat de out-performance verklaart. Is het de keuze van het bestuur of zijn het de prestaties van de beheerder? Er is dan een brij. Je weet niet wie welke beslissing heeft genomen. Als het bestuur zelf besluit voor waarde-aandelen te gaan, dan zal er een bijbehorende benchmark gekozen moeten worden. Als de specifieke waarde-benchmark het beter doet dan de algemene benchmark dan is het bestuur goed bezig geweest. Als de beheerde vervolgens erin slaagt om de waarde-benchmark te verslaan, dan heeft die ook waarde toegevoegd.

Waar het mij om gaat, is dat je elke afzonderlijke beslissing goed inzichtelijk maakt en dat je dan ook goed meet hoe de deelbeslissingen hebben uitgedaagd.

In de praktijk zie je dat er vaak nog weer een extra laag aanwezig is. Het bestuur zou kunnen besluiten om een fiduciair manager in te schakelen. Daarbij komt een vergelijkbaar probleem om de hoek kijken. Stel je eens voor dat het bestuur een algemeen mandaat formuleert, maar dat de externe manager een bepaalde visie heeft op waarde- of factorbeleggen. Om die visie te implementeren kan de externe beheerder het vermogen alloceren bij operationele managers die een overeenkomstige stijl hebben. Dan heb je dus niet twee



## Hans Braker

Dr. ir. Hans Braker, CFA, CIPM (1965) studeerde toegepaste wiskunde aan de Universiteit Twente om daarna in de technische wiskunde te promoveren in Delft. Daarna begon hij zijn carrière in de financiële sector als riskmanager en performance specialist bij onder andere Aon, AXA en MN. Hij is sinds 2004 gevestigd als zelfstandig consultant. In zijn praktijk voert hij audits uit op het gebied van performance en adviseert hij op het gebied van risicobeheer en beleggingsstrategie. In een toelichting op zijn CV zegt hij dat eigenlijk niet van plan was om in de beleggingswereld te gaan werken. Hij werd ertoe aangetrokken omdat hij mogelijkheden zag zijn technische kennis toe te passen in een uitdagend vakgebied.

maar drie niveaus waarop je de impact van beslissingen moet gaan meten.

***Wat zie je nu in de praktijk gebeuren?***

Ik zie dat er juist wel heel veel vermengingen plaatsvinden. Ik heb een tijdje geleden een analyse gemaakt van een bestuur dat een brede index hanteerde maar bij de executie structureel voor een aanzienlijk deel in small caps zat. Daar heb ik op zich geen oordeel over, maar het viel bij het bepalen van de performance niet na te gaan wat de gevolgen waren van de beslissingen. Dat is dus iets wat je niet wilt. Je stopt er energie in, het kost je geld, maar je hebt als bestuur geen idee hoe het heeft uitgepakt.

***Laten we wat concreter zijn. In 2018 deden small caps het slecht. Wat wil je nu als specialist in performancemeting aan je klanten aan inzichten bieden?***

Wat er in het afgelopen jaar is gebeurd, illustreert heel goed tegen welke problemen je kunt oplopen. We hadden al geconstateerd, dat een fiduciair manager in staat zou moeten zijn de goede operationeel managers te selecteren. Ze zullen daarom de vaardigheid moeten hebben om de juiste keuzes te maken. Binnen het universum van small cap managers zie je dat er veel hele actieve managers zijn. Dat kan tot gevolg hebben dat – ook in een jaar waarin small caps het slecht doen – er managers zijn die binnen deze subcategorie het juist heel goed of slecht doen. Uiteraard kan het omgekeerde ook het geval zijn. Je moet een antwoord zien te krijgen op de vraag hoe goed een manager is in het selecteren van aandelen. Je weet dat op de lange termijn het nemen van extra risico – we spreken dan van een bèta-bet – tot extra performance leidt. Op de lange termijn stijgen markten en dus wordt het nemen van zo'n bet beloond. Maar daar heb je die manager niet voor ingehuurd. Een manager wordt gekozen vanwege zijn competentie om goede bedrijven te kopen. Daarom moet je het proces van performancemeting zo inrichten dat je dat in beeld krijgt.

Een ander voorbeeld is de keuze voor een obligatiebenchmark. Een bestuur kan een mandaat geven om in Europese obligaties te beleggen. Dat is een heel globaal mandaat. Het is voor een beheerder dan wel heel verleidelijk om naast staatsobligaties andere zaken te gaan kopen. Daarbij kun je denken aan supranationale instellingen of bedrijfsobligaties. Die hebben – zelfs al hebben ze een AAA-rating – vaak een extra yield ten opzichte van staat. Toch bevatten ze extra risico's – in termen van kwaliteit van de debiteur of liquiditeit – die juist ten tijde van crisis kan gaan opspelen. Dat zagen we ook in 2008. Beheerders hadden mandaten om in bedrijfsobligaties te beleggen. In de praktijk bleek dat ze veel ruimte namen om specifiek in financiële instellingen te gaan investeren. Toen de crisis uitbrak bleek wat de nadelige gevolgen waren van deze exposure.

De kern van mijn visie is, dat beheerders altijd zullen proberen om daar waar ze de ruimte krijgen om extra risico te nemen dat ook zullen doen. Op de lange termijn levert dat extra rendement op, maar dat heeft niets te maken met hun kwaliteiten. Ze draaien, om het wat eenvoudig te zeggen, aan de risicokraan. Ze worden daarmee op oneigenlijke gronden beloond voor outperformance die niets met beleggingsvaardigheden te maken heeft.

Ik denk dat je heel goed moet opletten vanuit welk uitgangspunt je vertrekt. De nuloptie is dat je als beheerder je ALM-portefeuille precies volgt. Als je daarvan gaat afwijken, dan moet je niet alleen vooraf goed aangeven waarom je dat doet, maar je zult ook achteraf goed moeten controleren welke beslissing welk effect heeft gehad.

***Dat klinkt als een betoog voor passief beleggen.***

Bij de keuze om al of niet actief te beleggen spelen allerlei afwegingen mee. Ja, het gaat om de investment beliefs. Waar zie je de mogelijkheden om door middel van actief beleid waarde toe te voegen? Maar dat is niet het enige wat telt. Je moet ook de aspecten van governance meewegen. Daarnaast heb je te maken met fiscaliteit en kosten. Ik zie dat het kostenaspect heel zwaar weegt. Dat is begrijpelijk, maar dat is niet de enige afweging die je moet maken.

***Zeggen dat je niet actief belegt, klinkt niet echt sexy.***

Dat klopt. We vertellen elkaar in deze sector graag mooie verhalen. Die worden vaak gebruikt om afwijkingen van de benchmark te rechtvaardigen. Maar dat kan juist heel verkeerd uitpakken. Dat zagen we tijdens de dot.com crisis. Juist de actieve beheerders die mee gingen doen toen de hype al even bezig was kregen na de crash het deksel op hun neus. Als je gewoon was blijven zitten, dan had je natuurlijk de rit omhoog meegemaakt. Natuurlijk krijg je dan ook de daling voor je kiezen, maar je had het niet erger gemaakt als gevolg van het innemen van overwogen posities. De passieve belegger heeft uiteindelijk weinig schade geleden.

Natuurlijk kun je ook de keuze maken om actief te beleggen. Degene die uitbestedt, zal zich dan wel moeten realiseren dat je het risico loopt dat het dan een keer misgaat. Zelfs hele goede beheerders halen nooit consistent outperformance. De grote fout die ik mandaatgevers veel zie maken, is dat ze de beheerder na één slecht jaar de laan uitsturen. Dat moet je niet zomaar doen, alleen als er echt een goede reden is, moet je ingrijpen. Je zou beter kunnen kijken of je een manager die het heel goed heeft gedaan wel moet handhaven. Als je dan afscheid neemt, kun je de winst veiligstellen. Dat zijn grote behavioral dilemma's waar je mee moet dealen, want het zijn contra-intuïtieve beslissingen.

Je zult ook altijd goed moeten kijken waar een eventuele outperformance vandaan komt. Stel je hebt een manager die jaar in jaar uit de benchmark met 20 basispunten verslaat. Dat klinkt prachtig, maar dat is het niet. Bij de meeste aandelenbenchmarks wordt geen rekening gehouden met de fiscaliteit van een Nederlandse belegger. Als de manager de dividendbelasting terughaaft, dan realiseert hij een voordeel dat niets met zijn vaardigheden te maken heeft. Je hebt dan als mandaatgever onnodig kosten gemaakt en dan had je beter passief kunnen beleggen.

***Iets heel anders. Wat zie jij gebeuren op het vlak van duurzaamheid en wat zijn de gevolgen voor het maken van benchmarks en het meten van de performance? Anders gezegd, kan het gaan wringen tussen de wens van bestuurders om duurzaam te zijn en het bepalen van de prestaties?***

Ik zie inderdaad de vraag naar duurzame mandaten toenemen. Er zijn ondertussen al verschillende partijen die dat heel professioneel aanpakken. Voor duurzame mandaten geldt in essentie wat voor

ander mandaten met een bepaalde stijl ook geldt. Als je op grond van je duurzaamheidscriteria bepaalde bedrijven uitsluit, dan zul je de benchmark daarop moeten aanpassen. Als een fonds in de zorg – bij wijze van voorbeeld – niet in tabak wil, dan zul je die bedrijven uit de benchmark moeten halen. Vervolgens meet je de prestaties van de beleggers ten opzichte van de specifieke benchmark.

Dan is de daaropvolgende logische stap dat je aan je belanghebbers uitlegt wat het effect van je keuzes is geweest. Je zult dus je eigen specifieke benchmark af moeten zetten tegen de 'normale' benchmark. Dat kan het zijn dat een besluit om niet in tabak te gaan negatief heeft uitgepakt. Niet leuk, maar wel een gevolg van het beleid.

Er zijn wel praktische bezwaren. Het maken van een specifieke benchmark is geen goedkope aangelegenheid. Voor grote en middelgrote fondsen valt het nog wel te doen, maar vooral kleine fondsen vinden de kosten een bezwaar. Die construeren dus wel een duurzame portefeuille, maar meten niet separaat de impact op de performance.

Zoals ik al zei, grote fondsen doen het wel en dan met name de bedrijfstakfondsen. Dat heeft alles te maken met de Z-score. Ze willen met hun portefeuille zo dicht mogelijk bij de normportefeuille blijven om niet al te veel risico's te nemen.

***Een ontwikkeling van de laatste tijd is dat instellingen aan impact investing doen. Ze streven bepaald niet-financiële doelen na. Hoe neem je dat mee bij de bepaling van de performance?***

In algemene zin heb je het probleem dat je van bepaalde asset klassen heel lastig de performance kunt meten. Er zijn met name voor illiquide of zeer specifieke beleggingen – infrastructuur – geen goede benchmarks voorhanden. In de praktijk lossen we dat op door van een bepaalde assetklasse de feitelijke performance te nemen. Een fonds dat voor 5% in vastgoed zit, plukt het feitelijke vastgoedrendement in de benchmark. Het gevolg is dat bij het maken van een attributie deze assetklasse buiten beschouwing blijft. Je kunt dan wel wat zeggen over de resultaten van de rest van de portefeuille, maar een nadere analyse van vastgoed blijft dan buiten beeld.

***Dat is duidelijk, maar hoe ga je om met vormen van beleggen die nog exotischer zijn? Denk dan aan impact investing.***

Het probleem is dat je geen duidelijk vooraf gedefinieerd financieel doel nastreeft. Het kan gaan om een doelstelling met betrekking tot CO2-reductie. Een fonds dat tot doel heeft zo te beleggen dat er minder broeikasgas wordt uitgestoten, zal zijn beleggingen daarop selecteren. Het CO2-gehalte van de feitelijke portefeuille kun je dan afzetten tegen het CO2-gehalte van de traditionele benchmark. Zo zou je kunnen beoordelen wat je beleid toevoegt en wat daarvan de consequenties zijn. Ik moet er wel bij opmerken dat het allemaal nog wel 'work in progress' is. Het probleem is dat je op de een of andere manier niet-financiële effecten van je beleid wilt gaan wegen. Dat lijkt me nogal ingewikkeld.

***Hoe zou je op een ideale wijze de performance willen meten? Kortom, hoe zou jij het inrichten al je het voor het zeggen had.***

Als je het echt heel grondig wil doen, dan moet je helemaal bovenin beginnen. Op het allerhoogste niveau heeft het bestuur van een pensioenfonds bepaald wat de verplichtingen zijn. Dan weet het dus wat de doelstelling is. Vervolgens moet je op basis van je ALM-studie een normportefeuille opstellen. Dan hoor je na te gaan of je met die normportefeuille die verplichtingen ook daadwerkelijk kunt realiseren.

Vanuit die ALM-portefeuille definieer je dan vervolgens de opdracht aan de fiduciair manager. In die opdracht horen de investment beliefs al tot uitdrukking te komen. Geloof je als bestuur in waardebeleggen, dan geef je in je mandaat een waarde-index mee. Als je wilt dat er passief belegd wordt, dan geef je alleen maar een hele brede index mee. Je ziet dus dat je al in de eerste fase van het proces mee moet nemen op welke wijze de verantwoordelijkheden tussen het bestuur en de manager verdeeld worden. Bij elke verdere stap in het proces moet je een bijbehorende benchmark meegeven. Een Japan-manager krijgt een Japan-index en voor een credit-manager zal een passende index gelden.

De clou is dat je achteraf moet kunnen bepalen wie wat op welk niveau heeft bijgedragen. Het gaat bij deze voorbeelden om de selectie-effecten. Er kunnen ook allocatiebeslissingen worden genomen. De manager kan de ruimte krijgen om te schuiven tussen aandelen en obligaties. Als je dat doet, moet je ook dat in je meting achteraf meenemen. Dat is vaak een ondergeschoven kindje in rapportages.

Je moet er ook voor zorgen dat de benchmark aansluit bij de feitelijke portefeuille. Stel, je wilt als fonds voor 10% in vastgoed. Het kan in de praktijk echter moeilijk zijn om op stel en sprong een vastgoedportefeuille te implementeren. Als de norm 10% is, maar je zit op 5% dan moet je een overeenkomstige benchmark hanteren. Doe je dat niet, dan kun je belangrijke effecten niet meenemen.

Het beoordelen van hedgefondsen en hypotheekbeleggingen roept weer heel andere problemen op. Bij hedgefondsen is het buitengewoon lastig om een goede benchmark te formuleren. In een eventuele benchmark zitten een hoop complicaties. Denk aan de selectiebias en het probleem dat alleen de overlevers in de index zitten. Het is bijzonder moeilijk om dat goed mee te nemen. Vaak wordt er met een eis gewerkt in termen van de risicovrije rente vermeerderd met een opslag. De vraag die je dan kunt stellen is of het te nemen risico wel voldoende wordt meegenomen. Vergelijkbare problematiek zie je met het beleggen in hypotheek. Aan deze vorm van beleggen zit onmiskenbaar risico vast. Dat moet je in de benchmark meenemen, anders overschat je de resultaten.

Bij het meten van performance moet je jezelf vooraf de vraag stellen wat je wilt meten. Je moet elke actieve beslissing vooraf bepalen en daar een benchmark aan hangen. Pas dan kun je achteraf bepalen wat de resultaten zijn geweest, deze evalueren en de successen en mislukkingen aan de goede partijen toerekenen. Doe je dat niet, dan wordt het een grote brij waaruit je niet meer kunt opmaken wie wat gedaan heeft en wat dat heeft opgeleverd.