

Het auditen van een beleggingsstrategie

Een onderzoek naar een referentiekader voor een beleggingsstrategie waarin niet de interne beheersing maar de filosofie, de besluitvorming en het goed functioneren van het beleggingsteam het verschil maken

Referaat

M.R.Glazener – 490460

Rotterdam, 31 december 2019

Erasmus Universiteit Rotterdam
ESAA – Internal Auditing & Advisory

Begeleider : Drs. P. A. Hartog CIA

Gebruik met bronvermelding toegestaan

SAMENVATTING.....	3
HOOFDSTUK 1 Inleiding	5
1.1 Aanleiding	5
1.2 Doel van het onderzoek en vraagstelling.....	6
1.3 Afbakening	7
1.4 Onderzoeksmodel	8
1.5 Onderzoeksaanpak.....	12
HOOFDSTUK 2 De beleggingsfilosofie, het beleggingsproces en het beleggingsteam in de literatuur	15
2.1. De criteria waaraan de beleggingsfilosofie moet voldoen	15
2.1.1. Inleiding beleggingsfilosofie.....	15
2.1.2 Subfactoren van de beleggingsfilosofie	15
2.2. De criteria waaraan het besluitvormingsproces moet voldoen	19
2.2.1 Inleiding besluitvormingsproces	19
2.2.2 Heuristieken en biases in het besluitvormingsproces en maatregelen om deze te beheersen.	20
2.3 De criteria waaraan het beleggingsteam en de cultuur van de organisatie moet voldoen	27
2.3.1 Inleiding beleggingsteam en cultuur van de organisatie	27
2.3.2 De criteria waaraan een individuen binnen een beleggingsteam moeten voldoen.....	28
2.3.3 De criteria waaraan een goed beleggingsteam moet voldoen	30
2.3.4 De criteria waaraan de cultuur van de beleggingsafdeling moet voldoen	35
HOOFDSTUK 3 Toetsing en aanvulling vanuit de praktijk.....	37
HOOFDSTUK 4 Toetsing vanuit Internal Audit Functie.	42
HOOFDSTUK 5 Het resulterende referentiekader	46
HOOFDSTUK 6 Discussie	48
Literatuurlijst.....	50
Bijlages (6).....	53

SAMENVATTING

De Internal Audit Functie beperkt zich bij het auditen van beleggingstrategieën vaak tot een onderzoek naar interne beheersing. Door een goede audit op de interne beheersing kunnen mogelijke fouten in administratieve processen, non-compliance met wet- en regelgeving en het overschrijden van risicolimieten worden voorkomen. Een goede audit op interne beheersing leidt op zich echter niet tot outperformance. En outperformance is wel het ultieme doel van een beleggingsstrategie.

Outperformance is zeker niet gemakkelijk. Onderzoek wijst uit dat de prestaties van actieve beleggingsfondsen gemiddeld genomen achterblijven bij de prestaties van hun benchmark. Outperformance is wel belangrijk. Beleggingstrategieën met de beste performance trekken meer nieuw geld aan dan gemiddeld.

De IAF dient bij een audit van een beleggingsstrategie verder te gaan dan alleen interne beheersing. De beleggingsfilosofie, het beleggingsproces en de werking van het beleggingsteam zijn kritieke factoren voor het succes - zijnde de outperformance - van een beleggingsstrategie.

Dit onderzoek vult het bestaande referentiekader voor aandelenbeleggingstrategieën van de IAF van vermogensbeheerders aan met kritieke succes factoren teneinde de IAF in staat te stellen om meer dan nu het geval is (redelijke) zekerheid te bieden over het succes (de outperformance) van de beleggingsstrategie als zij een onderzoek doen naar de beheersing van die strategie.

Het onderzoek beperkt zich tot actief en fundamenteel beheerde aandelenbeleggingstrategieën.

De vragen die centraal staan zijn

- Wat is een goede beleggingsfilosofie, een goed proces en een goed team? Aan welke criteria moeten de factoren filosofie, het proces en het team voldoen om de waarschijnlijkheid van het behalen van het doel - outperformance van de beleggingsstrategie – te vergroten.
- En hoe zijn deze criteria te meten?

Het onderzoek heeft plaatsgevonden in 3 stappen: (1) allereerst heb ik aan de hand van de literatuur een voorlopig referentiekader opgesteld voor de filosofie, het proces en het team (2) in stap 2 heb ik dit referentiekader voorgelegd aan een aantal professionals voor aanvulling en toetsing (3) het daaruit volgende referentiekader heb ik in stap 3 voorgelegd aan een aantal medewerkers van Internal Audit afdelingen ter beoordeling van de validiteit en de betrouwbaarheid. Tevens heb ik hen de vraag gesteld of hun IAF voldoende capaciteit en competentie bezit om het referentiekader toe te passen. Uiteindelijk heeft dit geresulteerd in een referentiekader met factoren, subfactoren, criteria, indicatoren, meetwijzes en normen die een IAF in de praktijk kan toepassen.

Binnen de beleggingsfilosofie zijn er 5 factoren van belang, waarvan 2 in het bijzonder. Om een beleggingsstrategie goed te kunnen beoordelen moet de auditor onderzoeken welke inefficiëntie in de aandelenmarkt de portefeuillemanager exploiteert en of de gehanteerde beleggingsfilosofie aansluit bij de beleggingsportefeuille (“doe je wat je zegt dat je doet”).

In de huidige audit op het beleggingsproces wordt voldoende aandacht besteed aan de research en de portefeuilleconstructie. Wat mist is aandacht voor de mogelijke psychologische valkuilen – biases - in het besluitvormingsproces. Ik heb onderzocht of er per bias een meetmethode bestaat om te vast te stellen of de portefeuillemanager onderhevig is aan deze bias. Goede besluitvorming vereist immers dat de

portefeuillemanager zo min mogelijk onderhevig is aan de biases. Ik heb niet voor alle biases goede meetmethodes kunnen vinden. Portefeuillemanagers en managerselectors geven aan dat het lastig is om goede meetmethoden voor de biases te vinden. Internal auditors zeggen niet de capaciteit en competentie hebben om de meetmethodes toe te passen. Maar, zoals blijkt uit de literatuur, mensen zijn onderhevig zijn aan deze biases. En omdat portefeuillemanagers ook maar mensen zijn, is het voldoende voor de beheersing van het besluitvormingsproces dat de auditor kan vaststellen of er voldoende maatregelen genomen zijn om de biases te beheersen.

Voor een goede werking van het team zijn diversiteit, heldere taken en doelen, duidelijke afbakening van het team, stabiliteit en cultuur van de organisatie belangrijk naast andere factoren die ook aan de orde komen zoals, kennis en ervaring, veiligheid, omvang en afstemming van belangen.

Uiteindelijk moet de IAF vaststellen dat de filosofie, het proces en het team van de beleggingstrategie aan tenminste 75% van de criteria voldoen om meer dan nu het geval is (redelijke) zekerheid te bieden over het succes (de outperformance) van de beleggingsstrategie. Gemakshalve ben ik er vanuit gegaan dat een 8 goed is en dat een 7,5 (75%) naar boven wordt afgerond, zoals dat vroeger op school ook zo was.

HOOFDSTUK 1 Inleiding

In dit inleidende hoofdstuk bespreek ik eerst de aanleiding voor dit referaat. Vervolgens ga ik in op de doelstelling en de centrale vragen. Daarna komt het conceptuele model en de afbakening aan de orde. Ik sluit af met de onderzoeksopzet.

1.1 Aanleiding

In een interview met Managementscope in mei 2019 zegt Ronald Wuijster, CEO van APG Asset Management¹: “Ons primaire doel is het helpen van mensen om een goed pensioen op te bouwen. Ik gebruik zelf trouwens liever de term inkomen voor later: geld dat mensen kunnen gebruiken om later in hun levenscyclus eigen keuzes te maken. Het is onze taak als APG Asset Management om voor dat inkomen voor later te zorgen. Dat doen we door een goed rendement te realiseren, dat is ons hoofddoel”.

In het vermogensbeheer gaat het om het realiseren van een goed rendement. Zo'n rendement komt tot stand met een gedegen en goed doordachte beleggingsstrategie.

In dit onderzoek gaat het om die beleggingsstrategieën. Een beleggingsstrategie is het geheel van de filosofie, processen, mensen en organisatie dat nodig is om een beleggingsportefeuille in te richten. In wezen is een beleggingsstrategie een plan voor het selecteren van financiële instrumenten dat is afgestemd op de behoeften en doelstellingen van de klant.

Vermogensbeheerders beheren geld voor particuliere en institutionele klanten. Vermogensbeheer² is het professionele beheer van verschillende effecten (aandelen, obligaties en andere effecten) en andere activa (bijvoorbeeld onroerend goed) om bepaalde beleggingsdoelen te behalen ten behoeve van de klanten. Als de klant gekozen heeft voor een beleggingsstrategie en de verantwoordelijkheid voor het beheer van zijn geld heeft overgedragen aan de vermogensbeheerder, dan beheert de beleggingsorganisatie van de vermogensbeheerder dit geld zo goed mogelijk volgens de gemaakte afspraken.

Het doel van een beleggingsstrategie is de performance van een van te voren vastgestelde benchmark te evenaren of te overtreffen. Wanneer ik spreek over outperformance dan doel ik op een beleggingsresultaat dat hoger is dan de van te voren afgesproken benchmark. Een benchmark³ is een vooraf ingestelde lijst met effecten die moeten worden gebruikt om de prestaties van een werkelijke portefeuille mee te vergelijken. Een beleggingsstrategie wordt toegepast in een beleggingsfonds.

Het behalen van superieure beleggingsresultaten is zeker niet makkelijk. Carhart (1997) onderzocht empirisch de prestaties van actieve beleggingsfondsen en bevestigt dat ze gemiddeld genomen achterblijven bij de prestaties van hun benchmark (underperformen). Sharpe (1991) constateerde al dat actief beleggen een zero-sum game vóór kosten is, en een negative-sum game na kosten. Ten opzichte van de benchmark, die een goede reflectie van het relevante aandelenuniversum is, behalen sommige beleggingsfondsen een beter resultaat, maar dan moeten andere beleggingsfondsen per definitie een slechter resultaat behalen. Beleggingsfondsen maken kosten bij het beheer van portefeuilles: kosten van personeel, research, marketing, etc. Na kosten resteert een negative-sum game. Sinds de studie van Carhart zijn die resultaten in talloze studies bevestigd. De reden voor het gemiddeld achterblijven van beleggingsfondsen bij hun benchmark vond Carhart voor een belangrijk deel in de kosten. De afgelopen jaren zijn de kosten van het beleggen in fondsen significant omlaag gekomen, maar nog steeds wijzen

¹ Uit hoofde van deze functie is Ronald Wuijster ook lid van de Raad van Bestuur van het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds (ABP)

² Definitie afkomstig van Wikipedia

³ Definitie afkomstig van Investopedia

studies uit dat de beleggingsfondsen gemiddeld onderpresteren. Hoewel beleggingsfondsen gemiddeld onderpresteren en er sprake is van een negatieve zero-sum game, zijn er toch beleggingsfondsen die outpresteren.

Het behalen van superieure beleggingsresultaten is wel belangrijk. Beleggingsfondsen die outpresteren voegen waarde toe voor hun klanten. Beleggingsfondsen met superieure beleggingsresultaten halen nieuw geld binnen, beleggingsfondsen die achterblijven in resultaten zien het beheerd vermogen slinken. Diane Del Guercio en Paula A. Tkac (2001) tonen dit aan met onderzoek op basis van data van Morningstar. Morningstar is een bedrijf dat beleggingsstrategieën beoordeelt. Voor deze beoordeling groepeerde Morningstar de strategieën in bepaalde beleggingscategorieën. De strategieën in één categorie zijn vergelijkbaar, ze beleggen bijvoorbeeld allemaal in wereldwijde aandelen. Vervolgens meet Morningstar de beleggingsresultaten van deze fondsen, met een correctie voor het genomen risico. De beleggingsstrategieën met de beste scores krijgen 5 sterren, de slechtste score krijgt 1 ster. Het onderzoek van Del Guercio en Tkac laat zien dat fondsen met de hoogste Morningstar rating (vijfsterren) meer nieuw geld aantrekken dan gemiddeld.

Met dit onderzoek wil ik een bijdrage leveren aan het referentiekader waarmee een beleggingsstrategie kan worden beoordeeld. Internal Audit afdelingen van vermogensbeheerders richten zich bij het beoordelen van beleggingsstrategieën veelal op de interne beheersing van operationele processen: worden de resultaten van de strategie op een juiste wijze gemonitord en gerapporteerd door de eerste en tweede lijn? Zijn de verantwoordelijkheden en bevoegdheden adequaat vastgelegd? Houdt het beleggingsteam zich aan de gestelde risicolimieten? Wordt de wet- en regelgeving adequaat nageleefd? En worden de beslissingen goed gedocumenteerd? Allemaal belangrijke factoren voor het succes en daarmee voor het beoordelen van een beleggingsstrategie, maar niet volledig: een kwalitatief goed gefundeerde mening over het beleggingsteam, het beleggingsproces⁴ en over de beleggingsfilosofie⁵ ontbreekt veelal, zo blijkt uit mijn vooronderzoek. In paragraaf 1.4 - wanneer het gaat over het onderzoeksmodel - behandel ik de vraag waarom juist deze factoren van belang zijn. In dit referaat vul ik deze lacunes in het onderzoek van de Internal Audit afdelingen van vermogensbeheerders naar beleggingsstrategieën op om te komen tot een beter referentiekader voor de Internal Audit Functie (hierna af te korten tot IAF).

Mijn interesse voor dit onderwerp werd gewekt door mijn eigen loopbaan als belegger bij Robeco. Als belegger was ik zelf op zoek naar de beste mensen en processen om de beste resultaten te behalen. Mijn waarneming was en is dat er portfoliomanagers bestaan die in staat zijn over langere periodes de markt – de benchmarks van hun fondsen en de concurrentie – te verslaan. Welke factoren liggen aan dit succes ten grondslag? Zijn het de persoonlijkheden van de beleggers zelf, is het de organisatie waarvoor ze werken, is het de beleggingsfilosofie die ze hanteren?

1.2 Doel van het onderzoek en vraagstelling

Door een goede audit op de interne beheersing kunnen mogelijke fouten in administratieve processen, non-compliance met wet- en regelgeving en het overschrijden van risicolimieten voorkomen worden. Een goede audit op interne beheersing leidt op zich echter niet tot outperformance. En outperformance is wel het doel van een beleggingsstrategie.

⁴ Een beleggingsproces is een reeks van richtlijnen en methodes die de keuzes van portefeuillebeheerders bepalen zodanig dat ze trouw blijven aan de grondbeginselen van hun beleggingsfilosofie, dat wil zeggen de belangrijkste methoden waarmee de portefeuillebeheerder de outperformance mogelijk wil maken .

⁵ Een beleggingsfilosofie is een reeks overtuigingen en principes die het beleggingsproces stuurt, <https://www.investopedia.com/terms/i/investment-philosophy.asp>.

De Internal Audit Functie (IAF) van een vermogensbeheerder zou - conform de definitie van Internal Audit volgens het IIA – ontworpen moeten zijn om waarde aan de organisatie toe te voegen en processen te verbeteren. De IAF moet vaststellen of het management adequate criteria (een adequaat referentiekader) heeft gebruikt om vast te stellen of de doelstelling is bereikt. Indien de IAF deze criteria adequaat acht, dan moet de IAF deze criteria gebruiken bij hun evaluatie. Indien de IAF deze criteria onvoldoende vindt, dan moet de IAF passende evaluatiecriteria vaststellen door overleg met management. Hierboven heb ik betoogd dat het referentiekader gehanteerd door de IAF van vermogensbeheerders aanvulling en verdieping behoeft.

De doelstelling van het onderzoek is om het bestaande referentiekader voor aandelenbeleggingstrategieën van de IAF van vermogensbeheerders aan te vullen met kritieke succesfactoren teneinde de IAF in staat te stellen om meer dan nu het geval is (redelijke) zekerheid te bieden over het succes (de outperformance) van de beleggingsstrategie als zij een onderzoek doen naar de beheersing van die strategie.

Ik zal de keuzes in de doelstelling nader toelichten. Door in de audit een verdieping te geven van de factoren beleggingsfilosofie, beleggingsproces en beleggingsteam, kan meer zekerheid geboden worden boven de zekerheid die IAF nu al biedt met een audit op de interne beheersing.

Succes definieer ik in termen van outperformance. Uiteindelijk is outperformance -de bottom line- waar het om gaat. Maar beleggen is een proces van waarschijnlijkheden. Mensen maken vaak de fout om te denken dat goede resultaten altijd het gevolg zijn van een goed proces en dat slechte resultaten een slecht proces impliceren. Dat hoeft niet zo te zijn. Op lange termijn leidt een focus op het proces in plaats van op de uitkomsten tot betere resultaten. Daarom richt ik mij hier op waarborgen voor het succes van de strategie (de outperformance) en daarmee op het proces en niet op de outperformance zelf.

De doelgroep van het onderzoek is de Internal Audit Functie van een vermogensbeheerder.

Daarbij staan de volgende vragen centraal:

- Wat is een goede beleggingsfilosofie, een goed proces en een goed team? Aan welke criteria moeten de factoren filosofie, het proces en het team voldoen om de waarschijnlijkheid van het behalen van het doel - outperformance van de beleggingsstrategie – te vergroten.
- En hoe zijn deze criteria te meten?

1.3 Afbakening

De afbakening betreft actieve en fundamenteel beheerde beleggingstrategieën.

Beleggingstrategieën worden actief of passief beheerd. Een passieve beleggingsstrategie is een replica van een benchmark. Voor passief beleggen moet je weten hoe de benchmark is samengesteld met de vermogenstitels waaruit deze bestaat. Vervolgens kopieer je deze samenstelling in je beleggingsfonds. Als de replicatie goed wordt gedaan, dan zal het beleggingsresultaat van passieve beleggingsfondsen (ook wel index tracker of echange traded fund -ETF- genaamd) gelijk zijn aan het resultaat van de benchmark minus de in rekening gebrachte kosten. In dit onderzoek neem ik alleen actieve beleggingstrategieën in ogenschouw, omdat passieve fondsen niet kunnen outperformen en daarom niet interessant zijn voor mijn onderzoek.

Bij actief beheerde beleggingsfondsen wijk je bewust af van de benchmark. Stel dat de vooraf ingestelde lijst van effecten, de benchmark, bestaat uit twee aandelen: Royal Dutch Shell en Heineken. En stel dat het gewicht van deze twee aandelen in de benchmark allebei 50% is. Wanneer je als actieve fundamentele aandelenbelegger verwacht dat de olieprijs gaat verdubbelen en dat de consumptie van bier gaat dalen

dan beleg je voor je eigen portefeuille bijvoorbeeld 70% in Royal Dutch Shell en 30% in Heineken. Je wijkt bewust af van de benchmark en de mate waarin je afwijkt is afhankelijk van je overtuiging en het risico dat je wil lopen. Als de olieprijs verdubbelt en de bierconsumptie inderdaad afneemt dan is de kans groot dat je de benchmark zal verslaan.

Een actieve beleggingsstrategie kan fundamenteel of kwantitatief worden beheerd. In een fundamenteel proces, maakt de portefeuillebeheerder inschattingen over de toekomst van een bedrijf ofwel voorspellingen voor een aandeel. Wat is de groei in de komende 5 jaar? Wat is de winstmarge en dus hoeveel winst gaat het bedrijf maken? En heeft het bedrijf daar nog extra kapitaal voor nodig? Wat zijn de risico's, of wel met hoeveel onzekerheid is de verwachte winst omgeven? De aandelen met de beste vooruitzichten, met inachtneming van waardering en risico, worden geselecteerd voor de portefeuille. In een kwantitatief proces, doet men onderzoek naar welke kenmerken van een aandeel, in het verleden hebben geleid tot outperformance, bijvoorbeeld momentum (hoe goed heeft het aandeel in het verleden gereundeerd; hoe hoger, hoe beter) of value (hoe is het aandeel gewaardeerd; hoe lager, hoe beter). Vervolgens selecteert men aandelen met de beste blootstelling aan deze factoren. Kwantitatief beleggen kijkt naar wat in het verleden gewerkt heeft en past dit op zeer systematische wijze toe.

De IAF van een vermogensbeheerder concentreert zich nu op de vraag of de interne beheersing van een beleggingsstrategie goed op orde is. Voor het beoordelen van een passieve beleggingsstrategie is de nadruk op interne beheersing voldoende. Het onderzoek van de IAF dient zich te richten op de vraag of de opzet en werking van het proces dat de benchmark repliceert adequaat is ingericht. Ook voor actieve kwantitatieve beleggingsfondsen kan de IAF volstaan met zich richten op de interne beheersing. Zijn de modellen goed ontwerpen en wordt de uitkomst van de modellen adequaat vertaald in de portefeuille, vormen in dit kader relevante vragen.

In dit onderzoek richt ik mij alleen op actief en fundamenteel beheerde beleggingstrategieën.

1.4 Onderzoeksmodel

Bij een 3-tal IAFs van Nederlandse vermogensbeheerders heb ik kort vooronderzoek gedaan om vast te stellen welke factoren zij onderzoeken bij een audit en welke diepgang zij toepassen bij het uitvoeren van een audit. Tevens heb ik hen de vraag voorgelegd of zij op deze punten een uitspraak kunnen doen over andere Internal Audit afdelingen. Op basis van dit vooronderzoek ben ik tot de conclusie gekomen dat Nederlandse IAF's zich veelal beperken tot de interne beheersing van beleggingstrategieën. In onderstaande tabel staat weergegeven welke onderwerpen IAF's adresseren.

Onderwerpen
1. Performance
De beleggingsresultaten van de strategie ten opzichte van de benchmark
2. Beleggingsfilosofie
Uit welke elementen bestaat de beleggingsfilosofie
3. Beleggingsproces
Portefeuille-constructie; research - investment universe; opportuniteiten voor de portefeuille; research - bronnen; research - informatie; research - methode of beleidsondersteunende modellen; besluitvormingsproces; trading process
4. Investment team
Samenstelling (en verandering in) team, organisatie, ervaring, kwalificaties, verantwoordelijkheden, evaluaties-beoordelingen, aannamebeleid, opvolging
5. Risk Control
Soorten te meten risico's (liquiditeit, tegenpartij, etc), monitoring proces, governance, verantwoordelijkheid, risicosystemen;
6. Compliance en Legal
Monitoren van beleggingsrestricties, policies en naleving van policies
7. Operations
Berekening van dagelijkse portefeuillevaarde, settlement van aandelen en cash; bewaardersfunctie; etc
Bron: Travers (2011), vooronderzoek M.Glazener bij IAFs van Nederlandse vermogensbeheerders, RfPs van (potentiele) klanten naar beleggingsstrategieën.

- 1. Performance.** De IAF stelt vast dat de performance binnen de beleggingsafdeling wordt besproken en adequaat wordt gerapporteerd en gemonitord.
- 2. Beleggingsfilosofie.** De IAF neemt kennis van de beleggingsfilosofie die gehanteerd wordt, maar beoordeelt deze niet.
- 3. Beleggingsproces.** De IAF onderzoekt de opzet en werking van het beleggingsproces en kijkt daarbij naar de hoe de research (universum van aandelen, informatievergaring, gebruikte data, modellen, methode , etc.) is ingericht.
- 4. Investment team.** De IAF doet onderzoek naar de samenstelling van het team (hoeveel teamleden), organisatie (wie heeft welke functie en wat houdt de functie in), wat is de ervaring en wat zijn de kwalificaties van de teamleden, etc.
- 5. Risk control.** De IAF onderzoekt de opzet en werking van de risicobeheersing van de beleggingstrategieën,
- 6. Compliance & Legal.** De IAF onderzoekt of de gevoerde beleggingstrategieën voldoen aan wet- en regelgeving.
- 7. Operations.** De IAF onderzoekt de opzet en werking van ondersteunende administratieve processen.

De factoren worden beschreven in het boek "Investment manager analysis: a comprehensive guide to manager selection, monitoring and optimization" van F.J. Travers (2011). Travers stelt dat - gegeven het

grote geld dat in deze industrie omgaat - je zou verwachten dat er een grote verscheidenheid aan boeken en wetenschappelijke artikelen over het onderwerp "Investment Manager Analysis" (manager selectie) beschikbaar zijn. Hij constateert dat dit bij zijn beste weten niet het geval is en dat zijn boek een eerste poging is om een compleet beeld te geven over de onderwerpen op basis waarvan vermogensbeheerders geselecteerd worden. Het boek van Travers (2011) geeft het breedste overzicht van alle onderwerpen die aan de orde kunnen komen bij het beoordelen van beleggingsstrategieën.

Pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen die (een gedeelte van) hun vermogensbeheer uitbesteden, selecteren vermogensbeheerders. In dit proces, ook wel managerselectie genoemd, bevragen zij vermogensbeheerders met behulp van RfPs (Request for Proposal). In deze informatieverzoeken bevragen zij vermogensbeheerders op tal van onderwerpen. Ik heb een 4-tal geanonimiseerde RfPs van pensioenfondsen en verzekeraars naar de actief beheerde fundamentele beleggingstrategieën ingezien en kan op basis daarvan bevestigen dat het 7-tal onderwerpen uit de bovenstaande tabel de belangrijkste onderwerpen van de RfPs zijn.

Op basis van de literatuur (Travers) en de inzage in RfP's heb ik vast kunnen stellen dat de 7 factoren in de tabel een volledig overzicht geven van de onderwerpen die aan de orde komen bij managerselectie en beoordeling door de Interne Audit afdeling van een beleggingsstrategie. Aangezien de factoren performance, risk control, compliance & legal en operations al voldoende onderzocht worden door de IAF – zo blijkt uit mijn korte vooronderzoek - besteed ik aan deze factoren in het kader van dit onderzoek geen verdere aandacht.

Zoals van Nunen (2016) aangeeft, vormen de onderwerpen beleggingsfilosofie, beleggingsproces en beleggingsteam de kern van het manager selectie proces. Dit wordt nog eens bevestigd door een artikel van Morningstar dd 7 oktober 2019. Morningstar kondigt aan het raamwerk voor de aanbeveling van fondsen te veranderen: "Ons huidige raamwerk om fondsen te beoordelen bestaat uit vijf pijlers: People, Process, Parent, Performance en Price. In het vernieuwde raamwerk focussen we onze kwalitatieve analyse op People, Process en Parent omdat onze research uitwijst dat deze pijlers de beste voorspellingskracht hebben op het toekomstige rendement vóór kosten van een fonds. Op deze manier kunnen we op een nog systematischere manier verwachtingen vormen over wat een strategie beleggers vóór kosten kan opleveren". Morningstar rekent de beleggingsfilosofie en het beleggingsproces beide tot de factor "Process". Bij de factor "People" gaat het vooral om het team. Deze factoren wegen straks beide 45% in de nieuwe systematiek. De factor "Parent" zal slechts 10% bedragen.

Hieronder volgt nog een nadere argumentatie voor een verdieping van de factoren beleggingsfilosofie, besluitvormingsproces en beleggingsteam, namelijk een vergelijking tussen wat interne audit afdeling nu al onderzoeken en hoe dit onderzoek verdiept kan worden.

1. Beleggingsfilosofie:

Uit mijn vooronderzoek blijkt dat de IAF wel kennis nemen van een beleggingsfilosofie maar daar verder niets mee doen. De IAFs controleren niet aan de hand van een attributie-analyse of een overzicht van de kenmerken van de portefeuille welke factoren bijdragen aan de performance van het fonds. Zijn dit ook de factoren waarmee het fonds de outperformance beloofde te realiseren?

Van Nunen (2016) geeft aan dat het raadzaam is om de keuze van de juiste aandelen vooraf te laten gaan door een reflectieve fase. Dit is de fase van het bepalen van de beleggingsfilosofie. Een beleggingsstrategie staat en valt met een goede beleggingsfilosofie, die als zoeklicht fungeert voor de zoektocht naar het soort aandelen dat past binnen de beleggingsstrategie.

Koedijk et al (2007) richt zich in het working paper "Investment beliefs: the importance of focus for an institutional investor" op de waardepropositie in de vermogensbeheer industrie: "wat

brengt het met zich mee om waarde toe te voegen voor klanten op kapitaal markten?”. Deze waardepropositie ligt volgens Koedijk vast in de beleggingsfilosofie.

2. Beleggingsproces:

Uit mijn vooronderzoek blijkt dat de IAF de nodige aandacht besteedt aan het beleggingsproces: de research, de portefeuille constructie en de besluitvorming. Wat betreft de besluitvorming beperkt de IAF zich tot de opzet en werking van ‘wie besluit wat’. Een verdieping in de vorm van een beoordeling van de kwaliteit van het besluitvormingsproces vindt echter niet plaats.

Mauboussin (2014) geeft aan dat een beleggingsproces begint met het verzamelen en analyseren van informatie. Hij geeft aan dat beleggers het verzamelen van informatie in het verleden zagen als een concurrentievoordeel. Maar, zo stelt hij, informatie is - als gevolg van technologische vooruitgang - nu zo breed beschikbaar dat vermogensbeheerders nauwelijks meer competitief voordeel uit informatieverzameling kunnen halen. Specifieke informatie wordt juist beperkt door regulering, zoals voor marktmisbruik (handel met voorwetenschap en marktmanipulatie). Ook waarderingsmethodes als discounted cash flow of dividend discount modellen zijn breed beschikbaar en worden door velen toegepast. Voor een goed beleggingsproces zijn de informatie, de data en het waarderingsmodel een gegeven. De echte toegevoegde waarde zit eerder in de besluitvormingsprocessen op basis van deze gegevens.

Ann Latham (2015) stelt dat goede besluitvorming leidt tot meer toewijding van de teamleden, een gevoel van eigendom van de beslissing en productievere teamleden. Een goed besluitvormingsproces biedt een helder en duidelijk pad naar de uitkomst.

Kahneman (2011) beschrijft in zijn standaardwerk “Thinking Fast and Slow” dat in de wijze waarop besluiten tot stand komen valkuilen of biases kunnen zitten. Het beheersen van deze biases is belangrijk voor een goede besluitvorming.

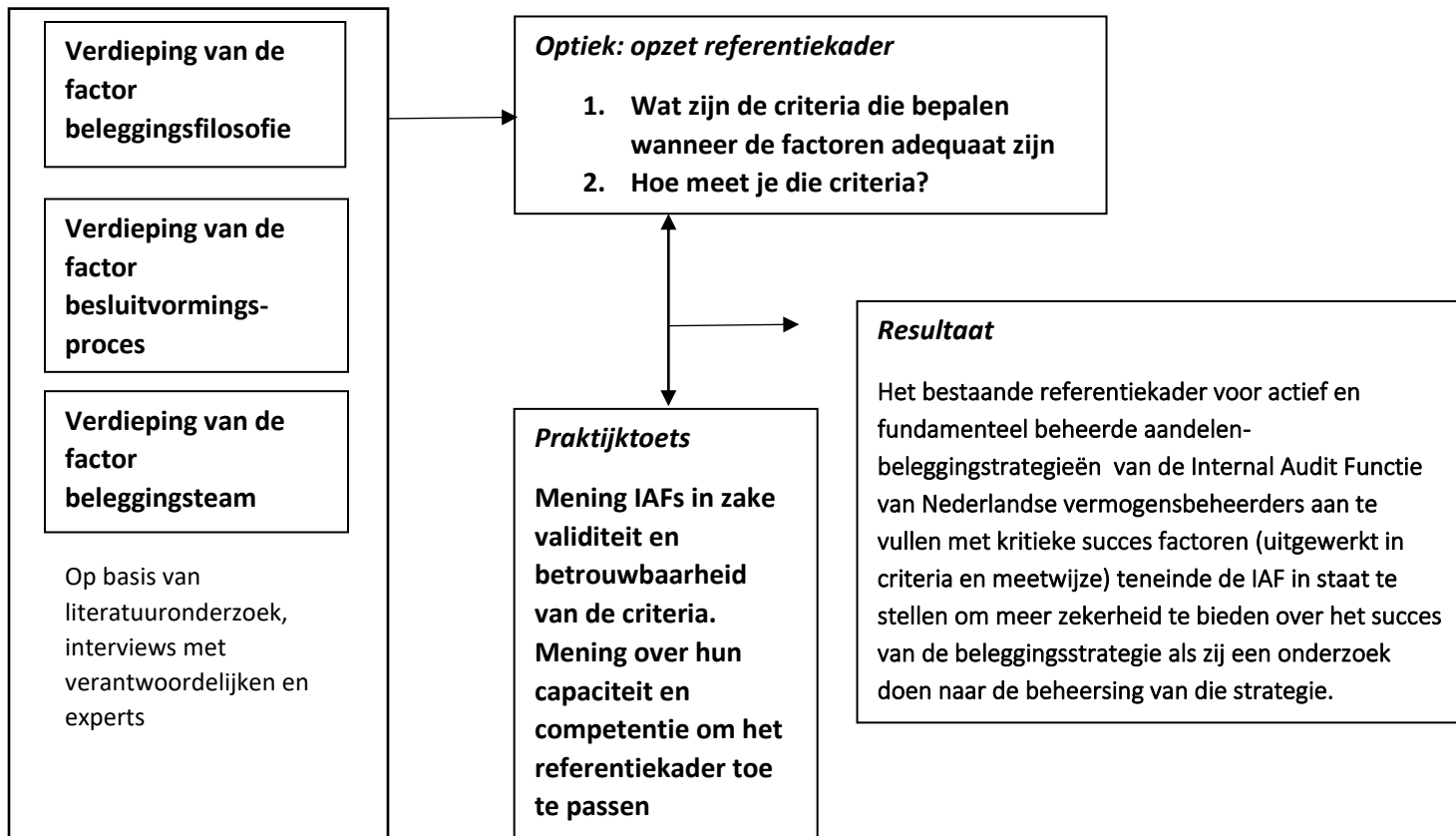
3. Beleggingsteam.

Uit mijn vooronderzoek blijkt dat de IAFs wel kijken naar de samenstelling van het beleggingsteam. Ook wordt er gekeken naar kwalificaties, evaluaties en beoordelingen. Er wordt echter niet gekeken of geoordeeld over diversiteit, samenwerking en persoonlijkheidsprofielen.

Steeds meer beleggingsfondsen worden beheerd door een team, omdat alle beschikbare informatie niet meer door één persoon verwerkt kan worden. S. Patel and S. Sarakissian (2017) laten in hun onderzoek zien dat het beheer van aandelen-beleggingsfondsen over de jaren heen steeds meer een groepsproces is geworden. Waar 25 jaar geleden zo’n 70% van alle beleggingsfondsen in aandelen in de VS geleid worden door één portefeuillebeheerder, worden vandaag de dag de meeste beleggingsfondsen beheerd door team.

Bteh Azar (1999) stelt dat collectieven (zoals teams) beter presteren bij het oplossen van complexe problemen en voorspellingen (zoals het voorspellen van aandelenkoersen). Hong en Page (2004) stellen dat cognitieve diversiteit in een team belangrijk is voor het oplossen van complexe problemen. Diversiteit in het team is belangrijk, maar tegelijk is het belangrijk dat teamleden niet in conflict raken of te veel botsen. Daarvoor is het belangrijk dat de samenwerking goed is, dat teamleden elkaar goed kennen en rekening houden met elkaars voorkeuren maar vooral ook elkaars allergieën kennen. Dit wordt onderkend in de onderliggende filosofie van diverse soorten testen over rollen in het team of persoonlijke drijfveren.

Voor dit onderzoek heb ik het volgende onderzoeksmodel ingericht:



1.5 Onderzoeksaanpak

In het onderzoek heb ik drie stappen doorlopen. Allereerst heb ik een literatuuronderzoek gedaan ter beantwoording van de onderzoeksvragen: wat zijn de criteria en hoe meet je die criteria? Ik heb daarbij gekeken naar literatuur over de beleggingsfilosofie, het besluitvormingsproces en de werking van teams. Ik heb daarbij literatuur bestudeerd op het gebied van beleggingsfilosofie en toepassing daarvan in de praktijk. Deze literatuur is beschikbaar in de vorm van wetenschappelijke literatuur, working papers en white papers, veelal voortkomend uit de economische wetenschappen.

Voor de besluitvorming heb ik vooral wetenschappelijke literatuur uit de sociale psychologie en de gedragseconomie geraadpleegd.

Voor de werking van teams heb ik wetenschappelijke literatuur, working papers en white papers gehanteerd, maar ook een handleiding voor methodes van samenwerking van teams vanuit gedragseconomie, motivatieleer en organisatiekunde.

In stap 2 heb ik onderzoek in de vorm van interviews gedaan onder experts, verantwoordelijk voor de managerselectie en bij portefeuillemanagers die verantwoordelijk zijn voor een beleggingsstrategie. Dit onderzoek was bedoeld om de resultaten uit de eerste stap te toetsen en aan te vullen. Hoe geven de professionals invulling aan het beoordelen van filosofie, proces en organisatie?

Ik heb daarbij gewerkt met interviewschema's op basis van standaardvragen met de mogelijkheid om met de geïnterviewden een terugkoppeling te doen in een tweede ronde, als zij het in de eerste ronde niet met elkaar eens zijn, waarbij de input van dezelfde experts en portefeuillemanagers uit de eerste ronde wordt meegenomen. In de interviewschema's heb ik de input van het literatuuronderzoek meegenomen.

Ik heb de volgende partijen geïnterviewd:

1. Asset managers die actieve, fundamentele aandelen beleggingsstrategieën voeren, zoals PM1 en PM2.
2. Een asset manager of instituut dat deze strategieën beoordeelt: MS1, MS2 en MS3

PM staat voor een portefeuillemanager, MS voor een managersselector. Sommige van deze partijen willen anoniem blijven, hetgeen mij er toe aangezet heeft alle partijen te anonimiseren. PM1 en PM2 voeren beleggingstrategieën die beide een hoge rating van Morningstar krijgen. MS1 is de vermogensbeheerder van een pensioenfonds. MS2 is wereldwijd één van de grootste onafhankelijke aanbieders van adviesdiensten voor de selectie van beleggingstrategieën. MS3 beoordeelt strategieën en is een expert op het gebied van attributie-analyse. De attributie-analyse is een belangrijk meetinstrument voor het toetsen van de beleggingsfilosofie.

Het eerder genoemde Morningstar rangschikt vermogensbeheerders ook op basis van omvang. In de publicatie “Morningstar Rating Analysis of European Investment Funds, 30 June 2019” zijn 6 Nederlandse vermogensbeheerders opgenomen die actief en fundamenteel beheerde beleggingsfondsen in hun assortiment hebben: Actiam, ASR, Kempen, NN IP en Robeco. Al deze vermogensbeheerders hebben elk een vermogen onder beheer van EUR 6 miljard of meer. De wijze van beheer van fundamentele beleggingstrategieën is in wezen niet verschillend, daarom zijn de 2 partijen voldoende voor een deugdelijk onderzoek.

Daarnaast zijn er in Nederland veel pensioenfondsen. De Pensioenfederatie is de overkoepelende belangenbehartiger van 204 pensioenfondsen. Deze pensioenfondsen beheren samen circa 1340 miljard euro. De grootste pensioenfondsen hebben het beheer van hun vermogen uitbesteed aan hun eigen vermogensbeheerders, zoals APG, PGGM, Shell Asset Management Company, Achmea Investment Management, Blue Sky Group en Uninvest Company. Deze vermogensbeheerders besteden hun actief en fundamenteel beheerde aandelenbeleggingsstrategieën in sommige gevallen uit. Voor het onderzoek is het bruikbaar om vast te stellen hoe deze partijen managersselectie doen. De wijze van selectie van fundamentele beleggingstrategieën is in wezen niet verschillend, daarom zijn de 3 partijen voldoende voor een deugdelijk onderzoek.

En als derde en laatste stap heb ik het ontworpen referentiekader voorgelegd aan de IAF van enkele Nederlandse vermogensbeheerders (IA1, IA2 en IA3) met de vraag of zij de gehanteerde criteria valide en betrouwbaar achten en of zij voldoende capaciteit en competentie hebben om het referentiekader uit te voeren. Voor deze IAFs heb ik op verzoek ook anonimiteit toegepast. De 3 IAFs zijn representatief vanwege het beperkte aantal Nederlandse vermogensbeheerders (8), dat over een eigen IAF beschikt, die de eigen beleggingstrategieën audit. Deze IAFs zijn wat betreft relevante eigenschappen voor het onderzoek (omvang en competentie) goed vergelijkbaar. Dit is gebleken uit mijn vooronderzoek onder 3 medewerkers van 3 IAFs met kennis van de gehele industrie.

Ik heb gewerkt met interviewschema's met standaardvragen met een terugkoppeling naar respondenten indien noodzakelijk. Als er geen meerderheid van de respondenten is voor genoemde criteria of meetmethode dan maak ik een aanpassing die goedkeuring moet wegdragen van opnieuw ten minste twee respondenten (een meerderheid).

Uiteindelijk kom ik zo tot een voorstel voor de aanvulling van het bestaande referentie kader van IAFs.

Nederlandse vermogensbeheerders concurreren op de wereldmarkt voor beleggingstrategieën. In Nederland beheerde beleggingstrategieën worden over de gehele wereld verkocht, daarom is het waarschijnlijk dat de factoren beleggingsfilosofie, besluitvormingsprocessen en de beleggingsteams ook voor buitenlandse vermogensbeheerders relevant zijn.

In hoofdstuk 2 beschrijf ik het referentiekader van alle subfactoren van de factoren beleggingsfilosofie, besluitvormingsproces en beleggingsteam samengesteld op basis van de literatuur. In hoofdstuk 3 en 4 staat het resultaat van de toetsingen van het referentiekader op basis van alle interviews. In hoofdstuk 3 beschrijf ik alleen de subfactoren van het referentiekader die aanpassing behoeven op basis van de interviews met portefeuillemanagers en managerselectors. In hoofdstuk 4 doe ik hetzelfde maar dan op basis van interviews met internal auditors. In hoofdstuk 5 beantwoord ik de centrale vragen en geef ik de totale normen over de criteria heen, waaraan een goede filosofie, een goed proces en een goed team moet voldoen. **In Bijlage 1 neem ik het gehele referentiekader op. De lezer kan dit referentiekader er bij pakken voor het totaal overzicht.** In hoofdstuk 6 behandel ik een aantal discussiepunten.

HOODSTUK 2 De beleggingsfilosofie, het beleggingsproces en het beleggingsteam in de literatuur

In de komende paragrafen behandel ik achtereenvolgens de literatuur die betrekking heeft op de beleggingsfilosofie (paragraaf 2.1), het besluitvormingsproces (paragraaf 2.2) en het beleggingsteam en de cultuur van de organisatie (paragraaf 2.3). Dat is stap 1 uit mijn onderzoek. Ik ga in op de vraag aan welke criteria de factoren filosofie, het proces en het team moeten voldoen om de waarschijnlijkheid van het behalen van het doel - outperformance van de beleggingsstrategie – te vergroten. Per factor en subfactoren heb ik een referentiekader opgesteld. In dit referentiekader geef ik per subfactor een toelichting van de relevante criteria, de indicator, de meetwijze en de norm. Ik laat de toelichting achterwege als ik van mening ben dat het geheel voor zich spreekt.

2.1. De criteria waaraan de beleggingsfilosofie moet voldoen

2.1.1. Inleiding beleggingsfilosofie

De auteurs die ik aanhaal voor het bepalen van de criteria zijn Koedijk et al (2007) en Van Nunen (2007, 2016). Koedijk is de belangrijkste auteur, omdat hij het meest over het onderwerp heeft gepubliceerd, maar vooral omdat hij als enige onderzoek heeft gedaan naar het verband tussen het hanteren van een beleggingsfilosofie en outperformance van de beleggingsstrategie. Van Nunen geeft een goed handvat van onderwerpen waar beleggers naar moeten kijken voordat ze het beleggingsavontuur starten.

Koedijk (2010) deed onderzoek naar de relatie tussen beleggingsfilosofie en performance. De conclusie luidt dat beleggingsorganisaties met een heldere beleggingsfilosofie meer outperformance realiseren dan organisaties zonder uitgesproken denkbeelden op dit gebied. Deze conclusie is gebaseerd op onderzoek naar de beleggingsresultaten van alle activa van deze beleggingsorganisaties, en niet specifiek naar actieve fundamentele aandelenstrategieën. Een onderzoek naar de relatie tussen een uitgesproken beleggingsfilosofie en de outperformance van fundamentele aandelen strategieën heeft bij mijn beste weten (nog) niet plaatsgevonden. Er is echter geen reden om aan te nemen dat de conclusie voor fundamentele aandelen strategieën anders is. Daarom is de conclusie van Koedijk ook van toepassing voor fundamentele aandelenstrategieën.

Van Nunen (2007,2016; blz 103) geeft aan dat de vermogensbeheerder eerst zijn beleggingsfilosofie definieert. De beleggingsfilosofie kan betrekking hebben op de doelstelling(en), de beleggingsstijl, actief versus passief beheer, fundamenteel of kwantitatief beheer, beleggen in waarde-aandelen of groei-aandelen, benchmarking, liquiditeit, duurzaamheid, kosten van de beleggingsstrategieën, enzovoort. De portefeuillebeheerder legt vast waar hij of zij in gelooft.

2.1.2 Subfactoren van de beleggingsfilosofie

Een beleggingsfilosofie bestaat uit de hieronder genoemde vijf subfactoren. Ik beschrijf de subfactoren en geef criteria waaraan de subfactoren moeten voldoen en vermeld ook de meetwijze en de norm van deze criteria. In bijlage 1 staat het gehele referentiekader.

Subfactor 1.A.1. De beleggingsfilosofie exploiteert een inefficiëntie

Beschrijving van de subfactor

De term inefficiëntie of markt-inefficiëntie is afkomstig van de Efficiënte Markt Hypothese van Fama en Malkiel. Fama en Malkiel (1970) stellen dat alle bekende informatie reeds in de koersen is verwerkt en

dat toekomstige ontwikkelingen onvoorspelbaar zijn. Als er nieuwe informatie beschikbaar komt, zullen alle actoren in de markt hun verwachtingen aanpassen en dienovereenkomstig handelen. Sommigen zullen te optimistisch zijn en anderen te pessimistisch, maar de markt als geheel zal altijd efficiënt geprijsd zijn volgens de hypothese. Het gevolg van deze redenering is dat er geen outperformance behaald kan worden. Wetenschappers en actoren zijn het eens over het bestaan van efficiëntie maar niet over de mate van efficiëntie. Aanhangers van markt-efficiëntie in de zwakste vorm geloven dat alle historische informatie in de huidige prijzen verwerkt. Volgens hen kan er geen outperformance gehaald worden op basis van historische informatie, wel met nieuwe informatie. Aanhangers van de sterkste vorm denken dat zelfs met voorkennis geen outperformance gehaald kan worden. Een inefficiëntie of markt-inefficiëntie is een factor waarmee wel outperformance gehaald kan worden. Voor de adequate realisatie van deze subfactor hanteer ik onderstaande twee criteria:

Subfactor	Criterium	Indicator
1.A.1. De beleggingsfilosofie exploiteert een inefficiëntie.	De portefeuillebeheerder geeft de inefficiëntie weer die hij/zij najaagt	Er is een document in de vorm van beleggingspresentatie waarin de nagejaagde inefficiëntie is opgenomen
	De inefficiëntie is aan te tonen	Er is een document met onderzoek (intern of extern) waarin de inefficiëntie wordt aangetoond

Toelichting criteria en indicatoren

Bijvoorbeeld, de inefficiënte is overreactie en in de literatuur (De Bondt en Thaler (1987)) wordt aangetoond dat aandelen na een winstwaarschuwing in eerste instantie te veel dalen (inefficiëntie) en dat de koers zich later herstelt. Het onderzoek van De Bondt en Thaler constateert en meet de inefficiëntie voortkomend uit de overreactie.

Subfactor	Indicator	Meetwijze	Norm
1.A.1. De beleggingsfilosofie exploiteert een inefficiëntie.	Er is een document in de vorm van beleggingspresentatie waarin de nagejaagde inefficiëntie is opgenomen	Uit de document analyse van beleggingspresentatie blijkt welke inefficiëntie wordt nagejaagd	In document ligt de nagejaagde efficiëntie vast
	Er is een document met onderzoek (intern of extern) waarin de inefficiëntie wordt aangetoond	Uit document analyse van intern of extern onderzoek blijkt dat de inefficiëntie is aangetoond	In document ligt vast dat de inefficiëntie is aangetoond

De auditor verwacht een beleggingspresentatie waarin de inefficiëntie is beschreven en daarnaast onderzoek dat de inefficiëntie aantoot.

Subfactor 1.A.2. Een theorie verklaart het bestaan van de inefficiëntie

Beschrijving van de subfactor

Een theorie is een geheel van denkbeelden, hypothesen en verklaringen die in onderlinge samenhang worden beschreven. In de wetenschap is een theorie vaak een getoetst model ter verklaring van waarnemingen van de werkelijkheid. Voor de adequate realisatie van deze subfactor hanteer ik het onderstaande criterium:

Subfactor	Criterium	Indicator
1.A.2. Een theorie verklaart het bestaan van de inefficiëntie.	Er is een theorie die het bestaan van deze inefficiëntie verklaart.	Er is een document waarin staat beschreven hoe de theorie de inefficiëntie verklaart

Toelichting criteria en indicatoren

Bijvoorbeeld, de theorie van overreactie in koersen van de Bondt en Thaler is gebaseerd op de theorie uit de psychologie dat mensen overreageren op belangrijke gebeurtenissen. Als het fenomeen overreactie niet gebaseerd is op een theorie dan kan het berusten op toeval en willekeur.

Subfactor	Indicator	Meetwijze	Norm
1.A.2. Een theorie verklaart het bestaan van de inefficiëntie.	Er is een document waarin staat beschreven hoe de theorie de inefficiëntie verklaart	Uit document analyse waarin de theorie wordt beschreven blijkt dat er een theorie die de efficiëntie verklaart	In document ligt vast dat er een theorie is die de inefficiëntie verklaart

Aan de hand van documentstudie van academische artikelen of white papers kan de auditor vaststellen of er een theorie bestaat die de inefficiëntie ondersteunt.

Subfactor 1.A.3. De strategie is uitvoerbaar

Beschrijving van de subfactor

Om een bepaalde inefficiëntie te kunnen exploiteren, kan het nodig zijn om veel te handelen. Indien de kosten van het handelen groter zijn dan de outperformance vóór handelskosten dan is de strategie niet uitvoerbaar. Vanwege de hoge handelskosten kan er in de praktijk geen outperformance behaald worden. Voor de adequate realisatie van deze subfactor hanteer ik het onderstaande criterium:

Subfactor	Criterium	Indicator
1.A.3. De strategie is uitvoerbaar.	De theoretische outperformance als gevolg van de inefficiëntie gaat niet in de praktijk verloren aan transactiekosten	Er is een document met onderzoek (intern of extern) waarin wordt aangetoond dat de theoretische outperformance -/- transactiekosten positief is

Toelichting criteria en indicatoren

Aan de hand van documentstudie van academisch onderzoek, eigen onderzoek van de portefeuillemanager van de historische beleggingsresultaten van een strategie waarin de filosofie is toegepast, kan de auditor vaststellen of de strategie in de praktijk uitvoerbaar is. In dit onderzoek moeten de relevante transactiekosten meegenomen worden.

Subfactor	Indicator	Meetwijze	Norm
1.A.3. De strategie is uitvoerbaar.	Er is een document met onderzoek (intern of extern) waarin wordt aangetoond dat de theoretische outperformance -/- transactiekosten positief is	Uit document analyse van intern of extern onderzoek blijkt dat theoretische outperformance -/- transactiekosten positief is	In onderzoeksdocument ligt vast dat theoretische outperformance > transactiekosten.

De auditor verwacht dat nadat de transactiekosten zijn gemaakt er nog outperformance resteert.

Subfactor 1.A.4. De strategie is intern consistent

Beschrijving van de subfactor

Intern consistent betekent: als de vermogensbeheerder beweert dat hij met aandelen, die een hoog dividend genereren, de markt kan verslaan, dan moet hij daadwerkelijk die outperformance genereren met aandelen in portefeuille die een hoog dividend rendement hebben. Voor de adequate realisatie van deze subfactor hanteer ik het onderstaande criterium:

Subfactor	Criterium	Indicator
1.A.4. De strategie is intern consistent.	Bestaat er consistentie tussen de attributie-analyse en het resultaat?	Constatering van overeenstemming tussen de attributie-analyse en de filosofie van de portefeuille.

Toelichting criteria en indicatoren

Bestaat er consistentie tussen de attributie-analyse en het resultaat? Als voorbeeld, wanneer de filosofie gebaseerd is op waarde-aandelen dan moet uit de attributie-analyse van de performance blijken dat waarde aandelen het resultaat bepalen.

Subfactor	Indicator	Meetwijze	Norm
1.A.4. De strategie is intern consistent.	Constatering van overeenstemming tussen de attributie-analyse en de filosofie van de beleggingsstrategie	Uit analyse van de attributie-analyse blijkt overeenstemming tussen de filosofie van de beleggingsstrategie en de attributie analyse	De attributie analyse komt overeen met gepropageerde filosofie

Aan de hand van een door de auditor uit te voeren attributie-analyse van de historische beleggingsresultaten van een strategie waarin de filosofie is toegepast, kan worden vastgesteld of het succes van het beleggingsteam terug te voeren is op wat het team op voorhand zegt te doen. Een attributie analyse meet hoe de historische resultaten zijn te attribueren naar bepaalde kenmerken van de portefeuille. Bijvoorbeeld, is het resultaat van een waarde filosofie is terug te voeren op het rendement van waarde aandelen in de portefeuille. Voor de uitvoering van de attributie-analyse zijn diverse softwarepakketten (zoals BarraOne⁶) beschikbaar.

Subfactor 1.A.5. Een strategie kan gebaseerd zijn op meerdere beleggingsfilosofieën. Deze beleggingsfilosofieën mogen elkaar niet tegenwerken

Beschrijving van de subfactor

Men kan de filosofie 'aandelen met een hoog dividendrendement zijn ondergewaardeerd' combineren met de filosofie 'aandelen van bedrijven met een goede strategie op het gebied van mens, milieu en maatschappij zijn minder risicovol'. Maar werken de verschillende beleggingstrategieën elkaar niet tegen? Tegenwerken treedt op als de outperformance van de totale strategie lager wordt omdat de outperformance voortkomend uit de toepassing van de ene filosofie (bv. filosofie 1) negatief wordt beïnvloed door de underperformance van de toepassing van de andere filosofie (bv. filosofie 2). Voor de adequate realisatie van deze subfactor hanteer ik onderstaande twee criteria:

⁶ BarraOne Performance Analytics

Subfactor	Criterium	Indicator
1.A.5. Een strategie kan gebaseerd zijn op meerdere beleggingsfilosofieën. Deze beleggingsfilosofieën mogen elkaar niet tegenwerken.	Er worden verschillende beleggingsfilosofieën gecombineerd binnen één strategie.	Meerdere beleggingsfilosofieën in de beleggingspresentatie van de strategie
	Werken de verschillende beleggingsfilosofieën in een strategie elkaar tegen?	De outperformance voortkomend uit filosofie 1 plus de outperformance voortkomend uit filosofie 2

Toelichting criteria en indicatoren

Veel beleggingstrategieën komen tot stand op basis van meerdere beleggingsfilosofieën. De auditor moet dat kunnen vaststellen. De twee filosofieën moeten worden genoemd en uitgelegd in de beleggingspresentatie. De auditor moet ook kunnen vaststellen of de filosofieën elkaar niet bijten, elkaar niet tegen werken. De auditor moet kunnen vaststellen dat de ene filosofie toegevoegde waarde levert boven de andere strategie.

Subfactor	Indicator	Meetwijze	Norm
1.A.5. Een strategie kan gebaseerd zijn op meerdere beleggingsfilosofieën. Deze beleggingsfilosofieën mogen elkaar niet tegenwerken.	Meerdere beleggingsfilosofieën in de beleggingspresentatie van de strategie	Uit document analyse van beleggingspresentatie blijkt dat er meerdere meerdere beleggingsfilosofieën opgenomen zijn	Er staat meer dan 1 beleggingsfilosofie vermeld in de presentatie van de strategie
	De outperformance voortkomend uit filosofie 1 plus de outperformance voortkomend uit filosofie 2	Uit de attributie-analyse van het performance track record met behulp van een attributie-analyse tool blijkt dat filosofieën elkaar niet tegenwerken	De outperformance voortkomend uit filosofie 1 plus de outperformance voortkomend uit filosofie 2 is groter of gelijk aan de outperformance voortkomend uit filosofie 1 of de outperformance voortkomend uit filosofie 2

2.2. De criteria waaraan het besluitvormingsproces moet voldoen

2.2.1 Inleiding besluitvormingsproces

In paragraaf 1.4 onderbouwde ik – onder het kopje ‘beleggingsproces’ - mijn mening dat voor een goed beleggingsproces de data, de informatie en het waarderingsmodel niet meer onderscheidend zijn. De echte toegevoegde waarde zit eerder in de besluitvormingsprocessen op basis van deze gegevens. Dat betekent voor dit onderzoek dat ik me vooral concentreer op de besluitvorming.

In deze paragraaf behandel ik het besluitvormingsproces. Olsen (2002) en Mauboussin (2013) komen tot de bevinding dat besluiten over beleggingen (beleggingsproblemen) complex, dynamisch, voorwaardelijk, meervoudig, incompleet, ambigue en veranderlijk zijn. Op basis van onderzoek geeft Olsen (2002) aan dat beleggingsprofessionals sterk afhankelijk zijn van mentale beelden of simulatie, van redenering op basis van analogieën, van het matchen van patronen en van besluitvormingsprocedures die intuïtiever worden naarmate de complexiteit toeneemt. Daarmee zijn ook beleggers onderhevig aan de heuristieken en

biases die in deze paragraaf worden besproken. De uitgebreide toelichting is te lezen in bijlage 2 'Soorten van problemen en de consequentie voor de beoordeling van het besluitvormingsproces'.

Ik beschrijf welke biases er kunnen optreden in de besluitvorming en hoe de auditor kan vaststellen of deze voldoende zijn gemitigeerd. Per bias ga ik als volgt te werk:

- (1) Eerst beschrijf ik kort de bias. Voor een uitgebreide beschrijving van de bias verwijs ik naar bijlage 3 'Beschrijving van biases'.
- (2) Vervolgens beschrijf ik de maatregelen, die de portefeuillemanager moet nemen om de bias te beheersen. Per bias benoem ik de subfactor, de criteria, de indicator, de meetwijze en de norm aan de hand waarvan de auditor kan vaststellen of de genomen maatregelen adequaat zijn.

Ik heb ook onderzocht of er per bias een meetmethode bestaat om te vast te stellen of de portefeuillemanager onderhevig is aan deze bias. Per meetmethode heb ik een indicator en een norm benoemd. Goede besluitvorming vereist dat de portefeuillemanager zo min mogelijk onderhevig is aan de biases. Indien de norm wordt overschreden moet de portefeuillemanager maatregelen nemen om de bias beheersen. Ik heb niet voor alle biases goede meetmethodes kunnen vinden. Voorts zal blijken in hoofdstuk 3 dat portefeuillemanagers en managerselectors het moeilijk vinden om goede meetmethodes te vinden voor de biases. In hoofdstuk 4 zal blijken dat de internal auditors aangeven dat zij niet de capaciteit en competentie hebben om de meetmethodes toe te passen. Wie meer wil weten over de meetmethodes van biases verwijs ik naar bijlage 4 'Meetmethoden voor biases'.

In het kader van dit referentiekader gaan we er vanuit dat alle mensen onderhevig zijn aan deze biases, zoals blijkt uit de literatuur. En omdat portefeuillemanagers ook maar mensen zijn, is het voldoende voor de beheersing van het besluitvormingsproces dat de auditor kan vaststellen of er voldoende maatregelen genomen zijn om de biases te beheersen.

De belangrijkste auteurs die ik aanhaal voor het bepalen van de criteria zijn Mauboussin (2012, 2013 en 2014) en Kahneman (2011). "Thinking fast en slow" is inmiddels een standaardwerk geworden voor denkprocessen, keuzes en gedrag van mensen. In de Nederlandse vertaling heeft het boek de omineuze titel "Ons feilbare denken". In de valkuilen die Kahneman benoemt, steunt hij op eerder onderzoek van van Slovic (affect heuristic), Janis (groupthink), Festinger (cognitieve dissonantie), Rosenzweig (halo effect) en anderen. Tevens haal ik ook veelvuldig de boeken van Mauboussin aan die een goede vertaling geven van deze effecten voor beleggingsbesluiten.

2.2.2 Heuristieken en biases in het besluitvormingsproces en maatregelen om deze te beheersen.

Busenitz and Barney (1997) beschrijven heuristieken als strategieën voor vereenvoudiging van beslissingen in onzekere en complexe situaties. Benschop et al. (2018) geven aan dat deze heuristieken over het algemeen op een effectieve en efficiënte wijze leiden tot acceptabele oplossingen. Maar, zo zegt Benschop, heuristieken kunnen, omdat ze een vereenvoudiging zijn, ons ook wel eens op het verkeerde been zetten. Heuristieken hebben niet alleen voordelen omdat ze ons helpen beslissingen te vereenvoudigen, maar ook nadelen omdat ze ook systematische fouten, ook wel biases of fallacies genoemd, kunnen herbergen.

Kahneman (2011) beschrijft twee systemen van denken. Systeem 1 houdt zich bezig met intuïtie, indrukken, associaties en gevoelens. Zonder veel inspanning bereidt systeem 1, al dan niet op basis van heuristieken, acties voor. Systeem 2 is reflectief, werkt langzaam, vergt inspanning en is bewust. Systeem 2 wordt ingezet wanneer de belangen groot zijn of wanneer er een duidelijke fout gemaakt is. Systeem 1

werkt meestal goed, soms zelfs beter dan systeem 2, maar het grote nadeel van systeem 1 is dat het heel moeilijk situaties herkent waarbij 1 systeem niet werkt. Systeem 1 kan je dan ook flink bij de neus nemen.

Er bestaan heel veel biases. Kahneman et al (2011) bespreekt in het artikel "Before you make that big decision" een aantal biases. Deze biases heb ik als uitgangspunt genomen. Deze biases heb ik aangevuld met behulp van literatuur van Benschop et al (2018) en Belsky et al (2016).

De volgende biases heb ik meegenomen in het referentiekader

- Overconfidence
- Affect heuristiek
- Cognitieve dissonantie
- Confirmatie bias
- Groupthink
- Anchoring bias
- Halo-effect
- Loss aversion
- Sunk cost fallacy
- Status Quo bias

Ik heb ook biases weggelaten omdat ze niet relevant zijn voor beleggen. De volgende biases heb ik weggelaten:

- de self-interested bias. In een goed ingerichte belegginsorganisatie ligt het belang van de organisatie in het verlengde van het eigen belang: de outperformance van de strategie. Ik laat het hier weg omdat het afstemmen van het belangen in paragraaf 2.3 aan de orde komt
- de saliency bias. De saliency bias treedt op als het besluit wordt beïnvloed door een analogie met een memorabel succes. Ik acht deze bias van minder groot belang omdat het besluit om een aandeel op een moment in de tijd te kopen of te verkopen telkens uniek is en een analogie lastig te vinden is.
- De planning fallacy. De planning fallacy heeft vooral te maken met het maken van inschattingen over hoe lang iets duurt. Een belegging in een aandeel heeft geen deadline voor welk moment de performance gerealiseerd moet worden.
- Sociale conformiteit. Sociale conformiteit vormt al een onderdeel van group think. Group think komt bij subfactor 2.A.5. aan de orde.

Als de besluitvorming van een individuele belegger toch al wordt ingekaderd met risicolimieten, compliance-regels en de werking van het team, is het dan nog wel van belang hoe individuele teamleden met deze biases omgaan? Ja, dat blijft van belang. Immers, verantwoordelijkheden en daarmee besluiten zijn verdeeld over de individuen van het team. Ondanks het feit dat beleggingstrategieën in toenemende mate worden geleid door teams (zoals blijkt uit sub paragraaf 2.3), blijft individuele invloed op besluiten van belang.

Subfactor 2.A.1 Overconfidence

Beschrijving

Benschop et al (2018) stelt dat overconfidence inhoudt dat men de eigen kunde/prestaties overschat en de risico's van de te nemen besluiten onderschat.

Maatregelen ter voorkoming van overconfidence.

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
2.A.1. Maatregel ter voorkoming van overconfidence	Houdt de portefeuillemanager rekening met alle bedreigingen?	Bestaan van een pre-mortem analyse	Uit documentanalyse blijkt dat er pre-mortem analyses worden uitgevoerd	Voor de grootste 10 relatieve posities in portefeuille ten opzichte van de benchmark bestaat een pre-mortem analyse

Met het uitvoeren van een pre-mortem is het mogelijk te waken voor over-optimisme of overconfidence (Mauboussin (2014)). Met een pre-mortem verplaats je jezelf in de toekomst, een techniek die ook wel eens "prospective hindsight" wordt genoemd: stel je voor dat het een jaar later is en je hebt de beslissing een jaar eerder genomen. Veronderstel dat de beslissing verkeerd heeft uitgepakt en je moet de redenen van de mislukking documenteren. De ervaring van de toepassing van deze techniek leert dat een team in een mum van tijd talloze risico's kan benoemen waardoor een beleggingsbeslissing verkeerd kan uitpakken. In de daaropvolgende stap kijk je op welke manier je de geschetste risico's kan voorkomen. Als indicator is gekozen voor de 10 grootste relatieve posities in portefeuille ten opzichte van de benchmark, omdat deze relatieve posities een groot deel van de verwachte outperformance moeten leveren.

Subfactor 2.A.2 Affect heuristic

Beschrijving

Slovic et al (2007) omschrijven de affect heuristic als volgt: bij het evalueren van iets dat we leuk vinden, hebben we de neiging om het risico en de nadelen ervan te minimaliseren en de voordelen ervan te overdrijven.

Maatregel ter voorkoming van de affect heuristiek.

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
2.A.2. Maatregel ter voorkoming van de affect heuristiek	Houdt de portefeuillemanager rekening met uitkomsten uit het verleden bij vergelijkbare beslissingen?	Bestaan van een reference class onderzoek	Uit de documentanalyse blijkt dat er een referenceclass onderzoek bestaat	Voor de grootste 10 relatieve posities in portefeuille ten opzichte van de benchmark bestaat een reference class onderzoek

De auditor moet hier vaststellen of de portefeuillemanager actief feedback zoekt op zijn eigen besluiten. Of anders geformuleerd, vaststellen of de portefeuillemanager zijn eigen besluiten voldoende uitdaagt. Daarbij kan het verleden, hoewel de geschiedenis zich nooit in exact dezelfde vorm herhaalt, als leidraad dienen. De portefeuillemanager moet data uit het verleden gebruiken, om vast te stellen wat er toen is besloten of dat succesvol was en te evalueren waarom dat toen succesvol was. Dit komt neer op wat Kahneman noemt reference classing: identificeer een reference class (een vergelijkbare situatie), verzamel de data over deze reference class en stel vast wat dat voor invloed op je huidige besluit heeft. Als indicator is gekozen voor de 10 grootste relatieve posities in portefeuille ten opzichte van de benchmark, omdat deze relatieve posities een groot deel van de verwachte outperformance moeten leveren.

Ik behandel hier cognitieve dissonantie (interne consistentie) en de confirmation bias (externe consistentie). Mauboussin (2012) stelt dat cognitieve dissonantie gerelateerd is aan de confirmation bias, maar dat er toch een belangrijk verschil is. Terwijl het bij cognitieve dissonantie gaat om interne consistentie, gaat het bij de confirmation bias om externe consistentie.

Subfactor 2.A.3. Cognitieve Dissonantie

Beschrijving

Na een besluit hebben mensen vaak een gevoel van dissonantie. Het gekozen alternatief is immers heel zelden alleen maar positief, de verworpen alternatieven hebben vaak ook positieve punten. Dit leidt tot gevoelens van onbehagen. Mensen zijn zeer gemotiveerd om het onplezierige gevoel te verminderen. De theorie van cognitieve dissonantie geeft aan dat wij niet zozeer gemotiveerd zijn om het bij het rechte eind te hebben, maar veeleer zijn we gemotiveerd om onszelf te doen geloven dat we gelijk hebben. Na het nemen van een beslissing, zoeken mensen geruststellende informatie dat hun besluit bevestigt. Het gevaarlijke van dit proces is dat men bepaalde belangrijke factoren veronachtzaamt of niet meeneemt in het vervolg. Essentiële informatie kan op deze wijze verloren gaan.

Maatregel ter voorkoming van cognitieve dissonantie

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
2.A.3.1 Maatregelen ter voorkoming van cognitieve dissonantie	Wordt het voorgenomen besluit gechallenged door tenminste een ander teamlid	Vastgelegd is dat een voorgenomen besluit van 1 teamlid tenminste door 1 ander teamlid wordt	Uit documentanalyse (procedure voor besluitvorming) blijkt dat een voorgenomen besluit door tenminste 1 teamlid wordt	In document ligt vast dat een teamlid tenminste door een ander teamlid gechallenged wordt

Door een ander teamlid te betrekken bij de besluitvorming van de portefeuillemanager kan het risico van cognitieve dissonantie worden opgeheven. Het risico is immers dat de portefeuillemanager essentiële informatie niet meeneemt. Het andere teamlid kan in de rol van 'challenger' deze informatie wel naar voren brengen. 'Challengen' is kritische vragen stellen over de redenen voor het besluit.

Subfactor 2.A.4. Confirmation bias

Beschrijving

De confirmation bias treedt op wanneer een beslisser van tevoren al een mening in gedachten heeft en actief op zoek gaat naar informatie die zijn besluit ondersteunt en informatie die zijn besluit zou kunnen ontkrachten, veronachtzaamt.

Maatregel ter voorkoming van confirmation bias

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
2.A.3.2. Maatregelen ter voorkoming van de confirmation bias	Wordt het voorgenomen besluit gechallenged door tenminste een ander teamlid	Vastgelegd is dat een voorgenomen besluit van 1 teamlid tenminste door 1 ander teamlid wordt gechallenged	Uit documentanalyse (procedure voor besluitvorming) blijkt dat een voorgenomen besluit door tenminste 1 teamlid wordt gechallenged	In document ligt vast dat een teamlid tenminste door een ander teamlid gechallenged wordt

Door een ander teamlid te betrekken bij de besluitvorming van de portefeuillemanager kan het risico van de confirmation bias opgeheven. Het risico is immers dat de portefeuillemanager essentiële informatie niet meeneemt door vooringenomenheid. Het andere teamlid kan in de rol van 'challenger' deze informatie wel naar voren brengen. 'Challengen' is kritische vragen stellen over de redenen voor het besluit.

Subfactor 2.A.5. Groupthink

Beschrijving

Janis (1971,1982) beschrijft groupthink als een psycho-sociaal fenomeen, waarbij een groep van op zich zeer bekwame personen zodanig wordt beïnvloed door groepsprocessen, dat de kwaliteit van groepsbesluiten sterk vermindert.

Maatregelen ter voorkoming van groupthink.

Janis (1982) noemt een aantal maatregelen dat groupthink kan voorkomen. Ten eerste, moedig iedereen in de groep aan om een kritische beoordelaar te zijn, bedenkingen te uiten en een afwijkende mening te hebben tijdens het besluitvormingsproces. Ten tweede, laat de groepsleider op voorhand geen voorkeur opgeven. Ten derde, zet onafhankelijke en afzonderlijke beleidsgroepen op binnen het team. Dit is praktisch niet uitvoerbaar vanwege de beperkte omvang van de teams. Ten vierde, deel de groep op in subgroepen. Dit is praktisch niet uitvoerbaar vanwege de beperkte omvang van de teams. Ten vijfde, nodig buitenstaanders uit frisse ideeën aan te dragen. Ten zesde, wijs een groepslid aan om advocaat van de duivel te spelen. Ten zevende, besteed tijd aan het opsporen en onderzoeken van waarschuwingssignalen. Ten achtste: houd een "tweede kans" vergadering om de beslissing te heroverwegen voordat deze definitief genomen wordt. Mauboussin voegt hier nog een aantal maatregelen aan toe teneinde groepsdruk te voorkomen. Mauboussin (2014) geeft aan dat de methode van stemmen een remedie voor groepsdruk is. Om sociale druk te voorkomen moet men onafhankelijk van elkaar stemmen, dus zonder elkaars voorkeur te weten. Een besluit met meerderheid van stemmen geeft volgens Mauboussin de beste uitkomst.

Onder een besluit versta ik een besluit waarbij een aandeel nieuw in portefeuille wordt opgenomen of een aandeel geheel uit de portefeuille wordt verkocht. Challenges is kritische vragen stellen over de redenen voor het besluit.

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
2.A.4. Maatregelen ter voorkoming van groupthink	Alle leden van het team stellen zich op als kritisch beoordelaar van het besluit	Het voorgenomen besluit wordt van meerdere kanten gechallenged	Interview met teamleden waarin wordt gevraagd naar de perceptie van teamleden of het voorgenomen besluiten worden gechallenged.	Tenminste 80% van de teamleden geven aan dat besluiten worden gechallenged
	De groepsleider geeft op voorhand geen voorkeur	De teamleider onthoudt zich aanvankelijk van het geven van een mening	Interview met teamleden waarin wordt gevraagd naar de perceptie of de teamleider zich aanvankelijk onthoudt van het geven van een mening	Tenminste 80% van de teamleden geven aan dat de teamleider zich aanvankelijk onthoudt van het geven van een mening
	De mening van een buitenstaander wordt geraadpleegd	Vastgelegd is dat buitenstaander advies geeft	Uit documentanalyse (notulen) blijkt dat een buitenstaander advies geeft.	Uit de notulen blijkt dat bij een besluit tenminste 1 buitenstaander(s) advies geeft
	Een groepslid wordt aangesteld als advocaat van de duivel	Vastgelegd is dat binnen de groep heeft een teamlid de rol van advocaat van de duivel	Uit documentanalyse (procedure voor besluitvorming) blijkt dat een teamlid de rol van een 'advocaat van de duivel op zich	In document ligt vast dat 1 groepslid de rol van 'advocaat van de duivel' op zich neemt
	Teamleden stemmen onafhankelijk van elkaar	Vastgelegd is dat stemming vindt anoniem plaats	Uit documentanalyse (procedure van de besluitvorming) blijkt dat de stemmen over besluiten anoniem plaatsvindt	In document ligt vast dat besluitvorming anoniem plaatsvindt
	Besluit vindt plaats met meerderheid van stemmen	Vastgelegd is dat besluitvorming met meerderheid van stemmen plaatsvindt	Uit documentanalyse (procedure van de besluitvorming) blijkt dat de besluitvorming bij meerderheid van stemmen plaatsvindt	In document ligt vast dat besluitvorming bij meerderheid van stemmen plaatsvindt
	Aantal keren dat de beslissing op een later tijdstip nog wordt heroverwogen	Vastgelegd is dat besluiten worden heroverwogen	Uit documentanalyse (notulen) blijkt dat heroverweging van besluiten plaatsvindt	Uit de notulen blijkt dat bij een besluit tenminste 1 maal wordt heroverwogen; tenminste 3 maanden na het nemen van het besluit

Subfactor 2.A.6. Anchoring bias

Beschrijving

Benschop et al (2018) stelt dat door de anchoring bias een besluit wordt genomen op basis van de eerst beschikbare informatie, het referentiepunt. Hoewel dit referentiepunt niet altijd relevant is voor de schatting beïnvloedt deze het besluit wel.

Maatregel ter voorkoming van anchoring bias.

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
2.A.5. Maatregel ter voorkoming van anchoring bias.	Zijn de schattingen in cijfers voor de toekomst voldoende onderbouwd.	Procent van de gevallen uit de steekproef waarbij de belangrijkste variabelen worden onderbouwd	Uit steekproef van (ver)koop besluiten blijkt dat de schattingen van de belangrijkste variabelen (verkoop, marges, investeringen) worden beargumenteerd.	In tenminste 90% van de gevallen uit de steekproef worden de belangrijkste variabelen (verkoop, marges, investeringen) onderbouwd

Als beslisser moet je de cijfers die het voorstel onderbouwen aan een nauwkeurig onderzoek onderwerpen. Zijn de cijfers goed onderbouwd? Vooral de schattingen voor de toekomst verdienen extra aandacht. De genoemde variabelen zijn het meest relevant voor de waarde van de onderneming? Hoe zijn deze tot stand gekomen, zijn het “guestimates” of “simpele extrapolaties”. De portefeuillemanager moet zich bewust zijn van het feit dat een referentiepunt de uitkomst van de beslissing kan beïnvloeden.

De auditor moet met een redelijke mate van zekerheid kunnen vaststellen dat uit de steekproef blijkt dat de portefeuillemanager het voorstel voldoende onderbouwt.

Subfactor 2.A.7. Halo-effect

Beschrijving

Het halo-effect is de menselijke neiging om specifieke gevolgtrekkingen te maken op basis van algemene indrukken.

Maatregel ter voorkoming van het halo-effect

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
2.A.6. Maatregel ter voorkoming van van het halo-effect?	Wordt het voorgenomen besluit gechallenged door tenminste een ander teamlid	Vastgelegd is dat het teamlid dat een besluit neemt tenminste door 1 ander teamlid wordt gechallenged	Uit documentanalyse (procedure voor besluitvorming) blijkt dat een voorgenomen besluit door tenminste 1 teamlid wordt	In document ligt vast dat een teamlid tenminste door een ander teamlid gchallenged wordt

Door een ander teamlid te betrekken bij de besluitvorming van de portefeuillemanager kan het risico van het halo-effect worden opgeheven. Het risico is immers dat de portefeuillemanager één kenmerk van een bepaalde gebeurtenis vertaalt in alle andere kenmerken van die gebeurtenis. Het andere teamlid kan in de rol van ‘kritisch beoordelaar’ deze bias voorkomen.

Subfactor 2.A.8. Loss aversion

Beschrijving

Loss aversion is wat de Engelsen zo mooi zeggen “losses loom larger than gains” ofwel verliezen wegen zwaarder dan winsten.

Maatregel ter voorkoming van loss aversion.

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
2.A.7. Maatregel ter voorkoming van loss aversion	Wordt er voldoende risico genomen in de portefeuille?	Active Share	Uit documentanalyse van het portefeuille overzicht (tov de benchmark) blijkt de hoogte van de active share	Active Share >85%

Cremers and Petajisto (2009) hebben onderzoek gedaan naar het concept ‘active share’. Active share wordt simpelweg gedefinieerd als de som van de absolute overwogen posities in een portefeuille ten opzichte van de benchmark. Hoe hoger de active share hoe meer risico de portefeuillemanager neemt ten opzichte van de benchmark. Cremers et al vonden dat active share significante voorspelkracht heeft voor de resultaten van aandelenfondsen. Aandelenfondsen met de hoogste active share tonen een significante outperformance ten opzichte van hun benchmark. De norm van meer dan 85% komt uit het artikel van Cremers et al.

Subfactor 2.A.9. Sunk cost fallacy

Beschrijving

De sunk cost fallacy laat zich beschrijven als: bij het overwegen van nieuwe investeringen moeten beleggers gedane investeringen negeren wanneer die geen invloed hebben op toekomstige investeringen, maar dat doen beleggers niet.

Maatregel ter voorkoming van de sunk cost fallacy.

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
2.A.8. Maatregel ter voorkoming van de sunk cost fallacy.	Wordt het voorgenomen besluit gechallenged door tenminste een ander teamlid?	Vastgelegd is dat het teamlid dat een besluit neemt tenminste door 1 ander teamlid wordt gechallenged	Uit documentanalyse (procedure voor besluitvorming) blijkt dat een voorgenomen besluit door tenminste 1 teamlid wordt gechallenged	In document ligt vast dat een teamlid tenminste door een ander teamlid gchallenged wordt

Door een ander teamlid te betrekken bij de besluitvorming van de portefeuillemanager kan het risico van de sunk-cost fallacy worden opgeheven. Het risico is immers dat de portefeuillemanager verliezen uit het verleden laat meewegen bij de huidige beslissing. Het andere teamlid kan in de rol van ‘kritisch beoordelaar’ deze bias voorkomen.

Subfactor 2.A.10. Status quo bias

Beschrijving

Benschop et al (2018) beschrijven de status quo bias als volgt: “bij de status quo bias heeft men een voorkeur voor eerder gemaakte keuzes ten opzichte van nieuwe of alternatieve opties”. Hierdoor laat men de huidige of standaard situatie moeilijk los, en staat men niet open voor alternatieven.

Maatregel ter voorkoming van status quo bias.

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
2.A.9. Maatregel ter voorkoming van de status quo bias	Wordt er actief gezocht naar alternatieve factoren of feiten?	Frequentie van het houden van een red-team vergadering	Uit documentanalyse (notulen van red-team vergadering) blijkt dat red teaming vergadering gehouden wordt	1 keer per 2 maanden wordt red-teaming vergadering gehouden

Een techniek om de status quo uit te dagen is wat Mauboussin noemt “red-teaming”. Zet een (rood) team dat op zoek gaat naar factoren en gebeurtenissen die het vasthouden aan de status quo onderuit kunnen halen. Het is hierbij belangrijk om duidelijk de feiten en de meningen van elkaar te onderscheiden. Red-teaming kost tijd, capaciteit en voorbereiding. Daarom dient het vooral ingezet te worden bij besluiten die significant zijn voor de outperformance van de portefeuille. Om deze significante besluiten in de portefeuille tenminste 1 keer per 2 maanden tegen het licht is een redelijke termijn.

2.3 De criteria waaraan het beleggingsteam en de cultuur van de organisatie moet voldoen

2.3.1 Inleiding beleggingsteam en cultuur van de organisatie

In deze paragraaf behandel ik het beleggingsteam, personen binnen het beleggingsteam en de cultuur van de organisatie. In sub paragraaf 2.3.2 beantwoord ik de vraag aan welke criteria een individu binnen een beleggingsteam moeten voldoen. In sub paragraaf 2.3.3 behandel ik aan welke criteria een goed beleggingsteam moet voldoen en in 2.3.4 behandel ik de criteria waaraan een cultuur moet voldoen wil een beleggingsteam daar goed in gedijen. In sub paragraaf 2.3.2 tot en met 2.3.4 geef ik voor elke subfactor één of meerdere criteria, de bijbehorende indicatoren, meetwijze en normen.

De belangrijkste auteurs die ik gebruik voor het benoemen van de kwaliteiten van beleggers zijn: Stewart, Treynor en Swenson. Stewart vat de opvattingen van Treynor en Swenson over deze kwaliteiten samen. De belangrijkste auteurs die ik aanhaal voor het bepalen van de criteria voor goede beleggingsteams zijn: Mauboussin en Hackman. Mouboussin heeft het onderzoek van Hackman over de effectieve werking van teams goed bestudeerd en toegepast op beleggingsteams. Voor de cultuur van de organisatie gebruik ik het werk van Cameron en Ware.

De omstandigheid waarin een belegger in zijn eentje een fonds beheert komt steeds minder vaak voor. Het beheren van een beleggingsstrategie is vaker een groepsproces. S. Patel and S. Sarakissian (2017) laten in hun onderzoek zien dat het beheer van aandelen-beleggingsfondsen over de jaren heen steeds meer een groepsproces is geworden. Waar 25 jaar geleden zo'n 70% van alle beleggingsfondsen in aandelen in de VS geleid worden door één portefeuillebeheerder, worden vandaag de dag de meeste beleggingsfondsen beheerd door een team. Daarom besteed ik hier en in het onderdeel over de organisatie en teams vooral aandacht aan teams.

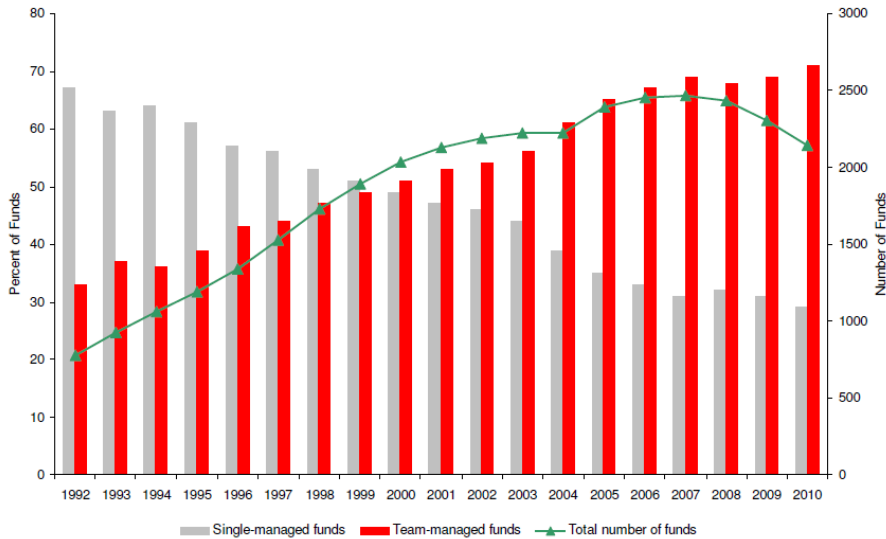
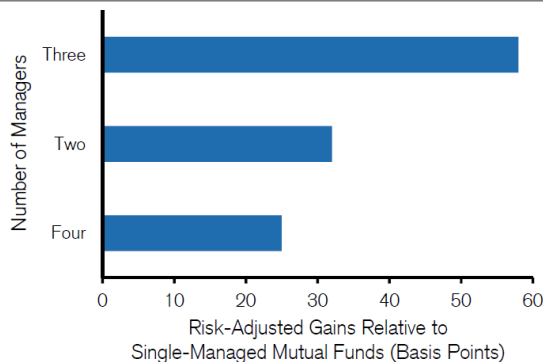


Figure 1. Evolution of mutual fund management structure from 1992 to 2010.

This figure shows the percentage of single-managed and team-managed funds along with the total number of funds in our sample for 1992 to 2010. The left-hand side vertical axis represents the percentage of single- and team-managed funds out of the total funds in our sample each year. The right-hand side vertical axis represents the total of funds in our sample each year. The horizontal axis represents each year included in our sample.

En daarnaast laten S. Patel and S. Sarakissian (2017) ook nog eens zien dat fondsen beheerd door een team een beter resultaat halen dan fondsen die door één portefeuillemanager worden beheerd voor vergelijkbare beleggingstrategieën.

Exhibit 2: Team-Managed Funds Relative to Single-Managed Funds (Annual Returns)



Source: Saurin Patel and Sergei Sarkissian, "To Group or Not to Group? Evidence from Mutual Fund Databases," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Forthcoming, 2017.

2.3.2 De criteria waaraan een individuen binnen een beleggingsteam moeten voldoen

S. Stewart (2013), werkzaam bij de research foundation van de beroepsvereniging van gecertificeerde analisten (CFA), beschrijft de criteria waaraan goede portefeuillemanagers moeten voldoen in een white paper over managerselectie. In deze white paper geeft hij aan dat Treynor (1990) 3 factoren identificeert:

intelligentie, geavanceerde kennis van beleggingen en een sterke focus op de beleggingsfilosofie. Getalenteerde beleggers willen ook graag leren. Ze zoeken voortdurend naar nieuwe informatie over de nieuwste technologieën, economische ontwikkelingen en marktsentiment. Swensen (Lerner 2000) wijst op het belang van lange termijn denken en onafhankelijk denken en het afstemmen van belangen tussen de belegger en de klant. Stewart vat de belangrijkste factoren van Treynor en Swensen samen in de onderstaande tabel.

Kenmerken van succesvolle beleggers
Subfactoren
1. Intelligentie
2. Lange termijn denken en handelen
3. Afstemming van belangen
4. Kennis
5. Ervaring
6. Onafhankelijk denken
7. Focus op de beleggingsfilosofie

Voor subfactor 5. 'Ervaring' geldt dat de resultaten van onderzoek naar de relatie tussen ervaring en beleggingsprestaties op z'n best gemengd zijn. Chevallier en Ellison (1999) concludeerden in hun onderzoek over de periode 1988 tot 1994 dat de outperformance zelf marginaal beter was voor jongere managers met minder ervaring dan oudere managers. De subfactor 6. 'Onafhankelijk denken' is gerelateerd aan de eerder besproken confirmation bias en group think, die in paragraaf 2.2 al aan de orde zijn geweest. Voor de subfactor 7. 'Focus op de beleggingsfilosofie' verwijs ik naar de factor beleggingsfilosofie zoals behandeld in paragraaf 2.1..

Het krachtige van de overige factoren is dat onderzoek uitwijst dat er een positieve relatie bestaat tussen de subfactor en outperformance van de door de beleggers gevoerde beleggingstrategieën.

Subfactor 3.A.1. De teamleden beschikken over goede intelligentie

Subfactor	Criterium	Indicator
3.A.1. De teamleden beschikken over goede intelligentie	Heeft het teamlid een hoge IQ?	Score op IQ test
Indicator	Meetwijze	Norm
Score op IQ test	IQ test	Behorend tot het top kwartiel op basis van IQ test

Toelichting

Onderzoek van Chevallier and Ellison (1999) toont een positief verband aan tussen SAT scores en outperformance van portefeuillemanagers. Op grond van mijn veronderstelling dat IQ scores een goede proxy zijn voor SAT scores, concludeer ik dat er een positief verband bestaat tussen IQ en beleggingsresultaten. De norm haal ik uit een onderzoek van Resing en Blok (2002) over de verdeling van IQs waaruit blijkt dat ca. 25% van de bevolking bovengemiddeld intelligent (of hoger) is.

Subfactor 3.A.2. De teamleden denken op lange termijn

Subfactor	Criterium	Indicator
3.A.2. De teamleden denken op lange termijn	Is de omloopsnelheid in de portefeuille laag?	Omloopsnelheid

Indicator	Meetwijze	Norm
Omloopsnelheid	Berekenen van de omloopsnelheid	Omloopsnelheid in portefeuille < 20-30%

Toelichting

Neemt de belegger de lange termijn mee in het beoordelen van de aandelen waarin hij/zij belegt? Cremers en Pareek (2016) concluderen dat actieve aandelen strategieën met een lage omloopsnelheid gemiddeld 2% per jaar beter scoren dan hun benchmark. Hoe lager de omloopsnelheid in portefeuille hoe meer de portefeuillemanager denkt en handelt op lange termijn. De omloopsnelheid in portefeuille is gedefinieerd als de som van de waarde van de aankopen vermeerderd met de som van de waarde van de verkopen gedeeld door de waarde van de portefeuille. De norm, een omloopsnelheid van 20-30% komt overeen met de omloopsnelheid die Cremers en Pareek meten in hun artikel.

Subfactor 3.A.3. De teamleden stemmen eigen belang af op de belangen van de klant

Subfactor	Criterium	Indicator
3.A.3. De teamleden stemmen eigen belang af op de belangen van de klant	Ontvangt het teamlid alleen een bonus bij outperformance?	Bonus wordt uitgekeerd bij outperformance

Indicator	Meetwijze	Norm
Bonus wordt uitgekeerd bij outperformance	Uit de document analyse van de bonus systematiek blijkt dat de bonus alleen wordt uitgekeerd in geval van outperformance.	Er zijn geen gevallen te vinden waarbij een bonus wordt uitgekeerd bij underperformance

Toelichting

Een bekende studie van Davanzo et al (1987) toont aan dat beleggingsprestaties van fondsen gunstig worden beïnvloed door goede afstemming van belangen tussen klant en portfoliomanager. Een goed ingerichte bonussystematiek kan daar bij helpen. De bonussystematiek is goed ingericht als alleen tot uitkering van de bonus wordt overgegaan, indien de portefeuillemanager waarde heeft toegevoegd voor de klant. Een portefeuillemanager voegt waarde toe voor de klant als zijn/haar beleggingsstrategie outperformance heeft behaald. De hoogte van de bonus moet afhankelijk zijn van de omvang van toegevoegde waarde.

2.3.3 De criteria waaraan een goed beleggingsteam moet voldoen

Hackman (2009) identificeert voor het bouwen van een effectief team zes essentiële voorwaarden:

- (1) een duidelijke afbakening van het team (wie is lid van team en wie niet),
- (2) een duidelijk en uitdagend doel,
- (3) een stabiel team,
- (4) een ondersteunende teamstructuur (een taakontwerp, duidelijke normen, passend aantal leden of samenstelling),
- (5) een ondersteunende organisatiecontext (de organisatie moet het team faciliteren in belonings- en informatiesystemen)
- (6) en als laatste een coach die expert is op het gebied van teams. Bij deze laatste voorwaarde houdt Hackman waarschijnlijk ook rekening met zijn eigen portemonnee.

Hackman ziet ook een aantal dwalingen in ideeën over teams. Mensen denken dat harmonieuze teams productiever zijn en beter presteren. Mensen denken dat grotere teams beter zijn dan kleine teams, want grote teams hebben de beschikking over meer middelen. De grootste misconceptie is dat teams die langer bij elkaar zijn elkaars zwaktes te veel accepteren, zelfvoldaan worden en minder gaan presteren. Nee, een stabiele teamsamenstelling is veel belangrijker omdat door de lange samenwerking de leden elkaars sterktes en zwaktes kennen, een efficiënte en effectieve manier van samenwerking hebben gevonden en samen “shared values” delen en nastreven.

Mauboussin borduurt verder op het werk van Hackman. De volgende criteria voor het samenstellen en de goede werking teams zijn afgeleid van het werk van Mauboussin. De criteria kunnen door de auditor gebruikt worden om de werking van teams mee te toetsen.

Subfactor 3.B.1. Het team heeft taken en doelen

Subfactor	Criterium	Indicator
3.B.1. Het team heeft taken en doelen	Zijn de taken en de doelen van het team duidelijk vastgelegd?	Vastlegging van doelen en taken
	Zijn de doelen betekenisvol?	Doelen en taken zijn gericht op het realiseren van de missie van de vermogensbeheerder

Indicator	Meetwijze	Norm
Vastlegging van doelen en taken	Uit documentanalyse van het beoordelingsformulier blijken doelen en taken vast te liggen	Document bevat doelen en taken
Doelen en taken zijn gericht op het realiseren van de missie van de vermogensbeheerder	Uit documentanalyse van het beoordelingsformulier en van de missie van de vermogensbeheerder blijkt dat de doelen gericht zijn op het realiseren van de missie	Het realiseren van doelen en taken draagt bij aan het realiseren van de missie van de vermogensbeheerder

Toelichting

De doelen zijn betekenisvol als het realiseren van de doelen bijdraagt aan de missie van de vermogensbeheerder. Bijvoorbeeld, de vermogensbeheerder Robeco heeft als missie “to enable our clients to achieve their financial goals by providing superior investment returns”. Het doel outperformance draagt dan bij aan het realiseren van de missie.

Subfactor 3.B.2. Het team heeft duidelijke grenzen

Subfactor	Criterium	Indicator
3.B.2. Het team heeft duidelijke grenzen	Is duidelijk wie er behoort tot het team?	Leden van het team worden beoordeeld door 1 teamleider / beoordelaar
	Zijn de teamleden 100% van hun tijd werkzaam voor het team?	Teamlid representeert 1 FTE voor het team

Indicator	Meetwijze	Norm
Leden van het team worden beoordeeld door 1 teamleider / beoordelaar	Uit documentanalyse van beschrijving teaminrichting (teamleider/beoordelaar versus teamleden) volgens het HR systeem blijkt leden van het team worden beoordeeld door 1 teamleider/beoordelaar	Document uit het HR systeem toont aan dat de leden van het team worden beoordeeld door 1 teamleider/ beoordelaar.
Teamlid representeert 1 FTE voor het team	Uit documentanalyse van download van teamsamenstelling uit HR systeem blijkt dat 1 teamlid = 1 FTE	Alle teamleden werken 100% voor het team

Toelichting

Het moet duidelijk zijn wie er tot het team behoort en wie niet, zo geven Mauboussin en Hackman aan. Die afbakening is belangrijk omdat de moderne professional met veel partijen binnen en buiten de organisatie interacteert. Daarbij kan het gegeven tot welk team de professional behoort, verloren gaan. Vermogensbeheerders hebben de neiging in hun commerciële presentaties zoveel mogelijk personeelsleden tot het team te rekenen. Maar vaak blijkt dat deze personeelsleden dan ook nog werk voor andere teams doen. Juist de focus op de doelstelling van één team leidt tot de beste resultaten.

Subfactor 3.B.3 Binnen het team zijn de beslissingsbevoegdheden duidelijk belegd

Subfactor	Criterium	Indicator
3.B.3 Binnen het team zijn de beslissingsbevoegdheden duidelijk belegd	Is duidelijk afgesproken of vastgelegd wie gaat over welke beslissing?	Charter legt beslissingsbevoegdheid van alle teamleden vast

Indicator	Meetwijze	Norm
Charter legt beslissingsbevoegdheid van alle teamleden vast	Uit documentanalyse van het charter blijken de besluitvormingsprocedure en beslissingsbevoegdheid van de teamleden	Voor alle teamleden zijn alle beslissingen in de charter beslissingsbevoegdheid vastgelegd

Toelichting

Binnen het team zijn de beslissingsbevoegdheden duidelijk belegd. Dit betekent dat de leden van het team goed moeten weten wie over welke onderwerpen kan besluiten.

Subfactor 3.B.4. Stabiliteit van het team

Subfactor	Criterium	Indicator
3.B.4. Het team is stabiel	Is het verloop in het team hoog?	Verloop

Indicator	Meetwijze	Norm
Verloop	Uit documentanalyse blijkt het verloop	Verloop > 0 in afgelopen 3 jaar

Toelichting

Volgens Mauboussin (2014) presteren stabiele teams beter dan teams waarvan de leden steeds veranderen. Het verloop wordt gedefinieerd als het aantal teamleden dat het team verlaat.

Subfactor 3.B.5. Omvang van het team

Subfactor	Criterium	Indicator
3.B.5. Omvang van the team	Is de omvang van het team optimaal?	Team grootte

Indicator	Meetwijze	Norm
Team grootte	Uit documentanalyse blijkt de grootte van het team	Teamgrootte tussen 3 en 6 teamleden

Toelichting

Het team moet een optimale omvang hebben. Een groter team biedt meer middelen en dus meer productie, maar een groter team geeft ook meer procesverlies. Procesverlies treedt op als gevolg van verminderde motivatie en verhoogde kosten van coördinatie. Volgens Hackman ligt de optimale teamomvang ligt rond 4 tot 6 mensen. Volgens de eerder besproken studie van S. Patel and S. Sarakissian (2017) zou een team omvang van 3 al ideaal zijn. Ik houd het op een omvang van teamomvang van 3-6 mensen.

Subfactor 3.B.6. Diversiteit

Subfactor	Criterium	Indicator
3.B.6. Diversiteit	Is de cognitieve diversiteit voldoende?	Educatie en ervaring van de teamleden

Indicator	Meetwijze	Norm
Educatie en ervaring van de teamleden	Uit de document analyse van de CV's van de teamleden blijkt de educatie en ervaring van teamleden	75% van de CVs hebben andere educatie en ervaring achtergrond per teamlid

Toelichting

Het team moet een diverse samenstelling hebben. Veel organisaties bevorderen diversiteit, maar er wordt daarbij weinig rekening gehouden met het soort diversiteit. Er bestaan 3 types van diversiteit: Diversiteit in sociale categorieën, diversiteit in cognities, diversiteit in waarden.

- a. Diversiteit in sociale categorieën heeft betrekking op het soort diversiteit zoals de meeste mensen dat kennen: ras, etniciteit, geslacht, leeftijd, religies, seksuele oriëntatie, fysieke mogelijkheden.
- b. Cognitieve diversiteit omvat het verschil in opleiding, training, ervaring, expertise, informatie, persoonlijkheid, culturele achtergrond en motivatie.
- c. Waardendiversiteit kijkt naar het verschil in de percepties omtrent de taken, doelen en missie van het team.

Ideaal streef je binnen een team naar zo hoog mogelijke cognitieve diversiteit en zo laag mogelijke waardendiversiteit. Een hoge cognitieve diversiteit betekent dat het team alle middelen heeft om problemen effectief op te lossen, een lage waardendiversiteit geeft eenheid van doel.

Hong and Page (2004) concluderen dat volgens het “prediction diversity’ theorema, een groep van ‘diverse problem solvers’ een complex probleem beter kan oplossen dan een groep ‘high ability problem solvers’. Hong en Page lichten deze stelling toe in hun paper, waarin veel formules worden gebruikt. Mauboussin (2017) vereenvoudigt deze redenering in het volgende model:

Collective error= average of individual errors minus prediction diversity.

waarbij,

“collective error” is het gemiddelde van de individuele fouten. Verlaging van de collectieve fout verkrijgt je door verlaging van de gemiddelde individuele fout en door diversiteit.

M. Bär et al (2007) deed onderzoek naar de invloed van sociale diversiteit en cognitieve diversiteit op de beleggingsresultaten van aandelenfondsen in de Verenigde Staten, die door teams worden gemanaged. Hun conclusies zijn dat cognitieve diversiteit een positieve impact en dat sociale diversiteit een licht negatieve invloed op de resultaten heeft.

De norm luidt: 75% van de CVs wijzen op een verschillende educatie achtergrond of ervaring. Deze norm is arbitrair vastgesteld aan de hand van het bovenstaande ‘prediction diversity theorema’. Om voordeel te halen uit prediction diversity moet de diversiteit substantieel zijn (ingeschat tussen 75-100%).

Onderzoek binnen Google⁷ voegt hier nog een tweetal waardevolle aspecten aan toe: psychologische veiligheid en onderlinge afhankelijkheid.

Subfactor 3.B.7. Teamleden voelen zich psychisch veilig

Subfactor	Criterium	Indicator
3.B.7. Teamleden voelen zich veilig om hun mening te geven	Voelen de teamleden zich veilig?	Score van het team op de vraag in het arbeidssatisfactie onderzoek omtrent psychische veiligheid

Indicator	Meetwijze	Norm
Score van het team op de vraag in het arbeidssatisfactie onderzoek omtrent psychische veiligheid	Uit de documentanalyse van arbeidssatisfactie onderzoek blijkt het bestaan van psychische veiligheid	1 of meer teamleden voelen zich onveilig

Toelichting

Psychologische veiligheid zorgt er voor dat teamleden open staan voor uitwisseling van ideeën en voor een krachtig maar constructief debat. Een team wordt ineffectief als niet alle informatie wordt uitgewisseld en als teamleden niet zeggen wat ze denken.

⁷ <https://rework.withgoogle.com/blog/five-key-to-a-successful-google-team/>

Subfactor 3.B.8. Teamleden zijn onderling afhankelijk van elkaar

Subfactor	Criterium	Indicator
3.B.8. Teamleden zijn onderling afhankelijk van elkaar	Zijn de targets, op grond waarvan de bonus wordt bepaald, collectief of individueel?	Meerderheid van de bonus is gerelateerd aan het team

Indicator	Meetwijze	Norm
Meerderheid van de bonus is gerelateerd aan het team	Uit de documentanalyse van de bonussystematiek blijkt dat het grootste deel van de bonus is gekoppeld aan de performance target van het team	Niet meer dan 35% van de performance target is niet team gerelateerd (dus individueel of bedrijf)

Toelichting

Onderlinge afhankelijkheid leidt er toe dat teamleden hun afspraken nakomen. De inrichting van bonussystemen waarbij het grootste deel van de bonus wordt toegekend op basis van teamprestatie maakt de onderlinge afhankelijkheid concreet.

2.3.4 De criteria waaraan de cultuur van de beleggingsafdeling moet voldoen

Portefeuillebeheerders en teams opereren niet in isolement, maar maken vaak deel uit van een organisatie. Zijn er bepaalde kenmerken van de organisatie of afdeling, waarbinnen een beleggingsstrategie kan floreren?

Subfactor 3.C.1. De cultuur op de afdeling waar het team actief is

Subfactor	Criterium	Indicator
3.C.1. De cultuur op de afdeling waar het team actief is	Is de dominante cultuur "adhocratie"?	Score op de OCAI vragenlijst onder teamleden
	Is de tweede cultuur "familie" na "adhocratie"?	Score op de OCAI vragenlijst onder teamleden
Indicator	Meetwijze	Norm
Score op de OCAI vragenlijst onder teamleden	Uit de antwoorden OCAI vragenlijst onder teamleden blijkt dat adhocratie de dominante cultuur is	Score op adhocratie is het hoogst van alle 4 culturen
Score op de OCAI vragenlijst onder teamleden	Uit de antwoorden OCAI vragenlijst onder teamleden blijkt dat "familie" de tweede cultuur is na "adhocratie".	Score op familiecultuur na adhocraticultuur het hoogst van alle 4 culturen

Toelichting

De cultuur binnen de organisatie kan meerdere vormen aannemen. Cameron en Quinn (2011) geven aan hoe je de cultuur van een organisatie in kaart kan brengen door middel van de OCAI⁸ scan. De OCAI scan kent 4 cultuurtypes: de familiecultuur, de adhocratiecultuur, de hiërarchische cultuur en de marktcultuur.

Cameron en Quinn zien de volgende cultuurtypes:

1. Familiecultuur biedt een vriendelijke werkomgeving, heeft veel weg van een grote familie. De leiders zijn mentoren of vaderfiguren. Loyaliteit en traditie zijn belangrijk. Succes wordt gedefinieerd binnen het kader van ontvankelijkheid voor behoefte van de klant en zorg voor de mensen. De organisatie hecht grote waarde aan teamwerk, participatie en consensus.
2. De adhocratiecultuur biedt een dynamische, ondernemende creatieve werkomgeving, waar het gaat om je nek uit te steken en risico's te nemen. De leiders zijn innovators en risiconemers. Toonaangevendheid is belangrijk. Succes wordt erkend in het vooroplopen bij nieuwe producten of diensten. De organisatie bevordert individueel initiatief en vrijheid.
3. De hiërarchische cultuur biedt een geformaliseerde en gestructureerde werkomgeving. Leiders zijn trots op een goed lopende coördinatie en efficiëntie. Formele regels en beleidstukken zijn belangrijk. Succes wordt gedefinieerd in het kader van betrouwbare levering, soepele planning en lage kosten. De organisatie moet zorgen voor baanzekerheid en voorspelbaarheid.
4. De marktcultuur biedt een competitieve en doelgericht werkomgeving met de nadruk op winnen. Leiders zijn opjagers, zijn hard en veeleisend. Succes en reputatie zijn belangrijk. Succes wordt gedefinieerd in het kader van marktaandeel en marktpenetratie.

Ware (2004) deelt culturen van vermogensbeheerders als volgt in (tussen haakjes overeenkomstige cultuur volgens Quinn en Cameron: Guardians (hiërarchie cultuur; proces georiënteerd), Rationalists (marktcultuur; performance georiënteerd), Communalists (familiecultuur; mens georiënteerd) en Adventurists (adhocratiecultuur, innovatie georiënteerd). Ware stelt vast dat de vermogensbeheerders met een combinatie van een adhocratie- en familiecultuur beter presteren dan vermogensbeheerders met een markt- en hiërarchie cultuur.

⁸ Cameron & Quinn - Organizational Culture Assessment Instrument (OCAI) scan

HOOFDSTUK 3 Toetsing en aanvulling vanuit de praktijk

In dit hoofdstuk bespreek ik de interviews met portefeuillemanagers en managerselectors (stap 2 van het onderzoek). Deze interviews houd ik om mijn literatuurstudies te toetsen aan de kennis van en aan te vullen met de kennis van de portefeuillemanagers en managerselectors. In totaal heb ik interviews afgenomen bij 5 portefeuillemanagers en managerselectors. Voorafgaande aan het interview heb ik het raamwerk: de subfactoren en bijbehorende criteria toegestuurd aan de 5 geïnterviewden. Van deze 5 zijn er 2 direct verantwoordelijk voor het voeren van een beleggingsstrategie – de portefeuillemanagers (PM1, PM2) -, de andere 3 zijn verantwoordelijk voor manager-selectie – managerselectors -(MS1,MS2, MS3). Indien de meningen afwijkend waren heb ik gewerkt met een meerderheid van stemmen. Ik gebruik ook de aanduiding ‘de 5’ om de mening van de meerderheid weer te geven. Ik ben niet tegengekomen dat alle 5 geïnterviewden ieder een geheel andere mening hadden, er waren altijd maximaal twee kampen te onderscheiden. De meerderheid van de respondenten heeft aangegeven anoniem te willen blijven, daarom werk ik met codes (PM1, MS1, etc.).

In de datamatrix PM en MS (Portefeuillemanagers en managerselectors), bijlage 5, geef ik de resultaten per geïnterviewde weer⁹. Als de geïnterviewden relevante aanvullingen of veranderingen hadden op subfactoren of criteria dan heb ik het referentiekader aangepast. Het commentaar kan ook leiden tot een nieuwe subfactor of een nieuw criterium per subfactor. Indien dat het geval is, definieer ik ook een indicator, een meetwijze en een norm. De veranderingen in het referentiekader die het gevolg zijn van de interviews geef ik aan door de tekst rood te maken in het referentiekader. Dit referentiekader is te vinden in bijlage 1.

Ik heb de bevindingen uit de literatuur en het commentaar van portefeuillemanagers en managerselectors samengebracht in het concept referentiekader. In hoofdstuk 4 heb ik dit concept referentiekader voorgelegd aan Internal Auditors van Nederlandse vermogensbeheerders om zo te komen tot het resulterende referentiekader in hoofdstuk 5.

Alle 5 zagen outperformance ten opzichte van de benchmark als het belangrijkste doel van een beleggingsstrategie. Uit mijn vooronderzoek bleek dat de IAF van een vermogensbeheerder zich vooral bezighoudt met interne beheersing. Om te toetsen of de geïnterviewden vonden dat deze interne beheersing voldoende was om redelijke zekerheid te bieden over het succes van een beleggingsstrategie, heb ik hen de volgende stelling voorgelegd:

De beleggingsfilosofie, het besluitvormingsproces en de werking van het beleggingsteam zijn bepalend voor het succes (de outperformance) van de beleggingsstrategie.

Alle 5 waren het eens met deze stelling. Alle 5 zagen de factoren die betrekking hebben op interne beheersing als noodzakelijk maar niet voldoende voor het bereiken van het doel.

Beleggingsfilosofie

De 5 onderschreven alle 5 subfactoren van een beleggingsfilosofie. Om een beleggingsstrategie goed te kunnen beoordelen geven alle 5 aan dat onderzocht wordt welke inefficiëntie de portefeuillemanager exploiteert en dat het heel belangrijk is om te toetsen of de gehanteerde filosofie aansluit bij hun portefeuille (“doe je wat je zegt dat je doet?”).

⁹ In de datamatrix in de bijlage geef ik dat weer door middel van een ‘1’. Als geïnterviewden het er niet mee eens zijn dan geef ik dat aan met behulp van een ‘0’.

De 5 zagen als belangrijke aanvulling ter toetsing van de factor uitvoerbaarheid, het criterium of de resources (bemensing en processen) voldoende zijn om de filosofie uit te kunnen voeren. Een fundamentele aandelenstrategie heeft een universum van aandelen waaruit de portefeuillemanager kan kiezen. Dit universum kan verschillen in grootte per strategie. Als het universum groot is en er zijn te weinig resources (in de vorm van teamleden) aanwezig zijn dan is de strategie niet uitvoerbaar. De resources in de vorm van bemensing heb ik toegevoegd aan het referentiekader.

Subfactor 1.A.3 heb ik zodoende uitgebreid met de rode tekst:

Subfactor	Criterium	Indicator
1.A.3. De strategie is uitvoerbaar.	De theoretische outperformance als gevolg van de inefficiëntie gaat niet in de praktijk verloren aan transactiekosten	Er is een document met onderzoek (intern of extern) waarin wordt aangetoond dat de theoretische outperformance -/- transactiekosten positief is
	De strategie heeft voldoende resources (bemensing)	Aantal fundamenteel onderzochte aandelen per teamlid

Indicator	Meetwijze	Norm
Er is een document met onderzoek (intern of extern) waarin wordt aangetoond dat de theoretische outperformance -/- transactiekosten positief is	Uit document analyse van intern of extern onderzoek blijkt dat theoretische outperformance -/- transactiekosten positief is	In onderzoeksdocument ligt vast dat theoretische outperformance > transactiekosten.
Aantal fundamenteel onderzochte aandelen per teamlid	Uit document analyse van de beleggingspresentatie blijkt de grootte van het universum en het aantal teamleden	Elk teamlid analyseert niet meer dan 40-50 aandelen op fundamentele wijze.

De indicator voor het criterium is het aantal aandelen dat een teamlid op fundamentele wijze kan analyseren. Eén teamlid heeft de capaciteit voor een fundamentele analyse van ca. 40-50 aandelen. Dit is een gangbare norm.

De 5 gaven aan dat de 'interne consistentie van de portefeuille met de filosofie' ook te meten is met portefeuillekenmerken. De gemiddelde kenmerken van de portefeuille moeten relevant zijn voor de gehanteerde filosofie en de auditor kan vaststellen of de portefeuillekenmerken overeenkomen met de gepropageerde filosofie.

Subfactor 1.A.4. heb ik zodoende uitgebreid met de rode tekst:

Subfactor	Criterion	Indicator
1.A.4. De strategie is intern consistent.	Bestaat er consistentie tussen de attributie-analyse en de gepropageerde filosofie?	Constatering van overeenstemming tussen de attributie-analyse en de filosofie van de beleggingsstrategie
	Bestaat er consistentie tussen de portefeuillekenmerken en de filosofie?	Constatering van overeenstemming tussen de kenmerken van de portefeuille en de filosofie van de portefeuille.

Indicator	Meetwijze	Norm
Constatering van overeenstemming tussen de attributie-analyse en de filosofie van de beleggingsstrategie	Uit analyse van de attributie-analyse blijkt overeenstemming tussen de filosofie van de beleggingsstrategie en de	De attributie analyse komt overeen met gepropageerde filosofie
Constatering van overeenstemming tussen de kenmerken van de portefeuille en de filosofie van de portefeuille.	Uit document analyse van het overzicht van kenmerken van de portefeuille blijkt overeenstemming tussen de kenmerken en de filosofie van de portefeuille	Portefeuille kenmerken komen overeen met gepropageerde filosofie

Alle 5 vonden **subfactor 1.A.1.** het aantonen van een inefficiëntie in de markt het belangrijkste, liefst onderbouwd met **subfactor 1.A.2.** een theorie. Alle 5 vonden **subfactor 1.A.4.**, de interne consistentie van de strategie, eveneens van groot belang.

Besluitvormingsproces

Ik heb de portefeuillemanagers en aan de managerselectors een aantal stellingen voorgelegd.

1. *Voor een goed besluitvormingsproces zijn de data, de informatie en het waarderingsmodel niet meer onderscheidend. De echte toegevoegde waarde zit in het besluitvormingsproces op basis van deze gegevens.*

Deze stelling heb ik voorgelegd om te toetsen of mijn focus op het besluitvormingsproces gedragen werd door de praktijk. De 5 waren het eens met deze stelling met enkele kanttekeningen:

- De data zijn voor iedereen beschikbaar. De wijze waarop portefeuillemanagers de data analyseren teneinde er informatiewaarde aan te geven en het wege van deze informatie is wel onderscheidend.
- De 5 noemden een tweetal voorbeelden:
 1. Data met een unieke sourcing, wat PM1 noemt alternatieve data. In het huidige tijdvak bieden geavanceerde technische hulpmiddelen de mogelijkheid om meer data te ontsluiten. Bijvoorbeeld voor het beter schatten van de omzet van Albert Heijn kan je met behulp van drones de verkoop van alle verkochte goederen meten. PM1 zegt dat dit erg korte termijn gericht is, MS3 zegt dat het akkoord is indien de dataverzameling in lijn is met je de beleggingsfilosofie. Een dergelijk proces is te auditen met behulp van mijn concept referentiekader.
 2. Proprietary data. Met behulp van analyse kan de vermogensbeheerder deze data een transformatieproces laten ondergaan naar eigen data, proprietary data. Uit mijn vooronderzoek blijkt dat de opzet en werking van een dergelijk transformatieproces al vaak binnen het huidige

audit onderzoek valt. Ik zie geen reden om het referentiekader aan te passen. Het huidige referentiekader kan een dergelijke beleggingsfilosofie goed beoordelen. Het transformatieproces moet ook dan in lijn zijn met de beleggingsfilosofie.

2. *Een beleggingsvraagstuk kent waarschijnlijkheden en veel graden van vrijheid in de oplossing*

Deze stelling heb ik voorgelegd om te toetsen of mijn analyse van het beleggingsvraagstuk (zoals ik dat geschetst heb in sub paragraaf 2.2.1. en bijlage 2) ondersteund wordt door de praktijk. De 5 onderschreven ook deze stelling.

3. *Beleggingsprofessionals zijn bij hun besluitvorming afhankelijk van mentale modellen, van redeneringen op basis van analogieën, van het matchen van patronen en van besluitvormingsprocessen die intuïtiever worden naar de complexiteit toeneemt met biases in de besluitvorming als gevolg.*

Deze stelling heb ik voorgelegd om te toetsen of mijn focus op heuristieken en biases terecht is. Alle 5 PMs waren het eens met deze stelling, vooral met de constatering dat hun besluitvormingsprocessen intuïtiever ('meer op basis van onderbuik gevoel') worden naarmate de complexiteit toeneemt. Ik verbind hier de conclusie aan dat beleggingsprofessionals onderhevig zijn aan de beschreven heuristieken en biases. Alle 5 onderschrijven deze conclusie.

De 5 hadden geen specifieke opmerkingen bij de individuele biases, de bijbehorende subfactoren en criteria. Zodoende was er geen reden was om het referentiekader, waar dat betrekking heeft op het besluitvormingsproces, aan te passen. De 5 geven wel aan dat zij zich soms bewust zijn van de biases, en ook maatregelen nemen om de biases te beteugelen. De belangrijkste maatregel is elkaar in het team uit te dagen ('challengen'), steeds vanuit de grondbeginselen van de beleggingsfilosofie. De feedback van de interviews heeft mij bevestigd in het belang van de maatregelen ter beheersing van de biases waarin vaak een vorm van 'challengen' terug komt: pre-mortem, reference classing, buistenstaander, advocaat van de duivel, redteaming. De 5 zagen geen gelaagdheid in belang van de biases. Ik verwijs naar bijlage 5 voor een toelichting hoe de 5 met biases omgaan.

Team en cultuur

Op mijn vraag of de hoogte van het IQ een criterium is voor het zijn van een goede belegger geeft PM1 aan dat je over een basis intelligentie moet beschikken. Als het gaat over de hoogte van het IQ, haalt PM2 de superbelegger Warren Buffet aan: om een succesvol belegger te zijn hoeft je niet heel slim te zijn of over heel veel kennis te beschikken maar je moet een "sound investment framework" hebben en "you need to keep your emotions away from the framework in times that the framework is under pressure".

De 5 geïnterviewden geven wel aan dat vakkennis over aandelen belangrijk is en daarom heb ik factor 3.A.4. toegevoegd aan het referentiekader als subfactor 3.A.4.

Subfactor	Criterium	Indicator
3.A.4. De teamleden beschikken over vakkennis	Heeft het teamlid de opleiding voor Chartered Financial Analyst (CFA) succesvol afgerond?	Aanwezigheid in het register voor CFA
Indicator	Meetwijze	Norm
Aanwezigheid in het register voor CFA	Uit documentanalyse blijkt de aanwezigheid in het register voor CFA	Het teamlid is opgenomen in het register voor CFA

Toelichting

S. Stewart (2013) maakt melding van een studie van Kang, Li en Su (2011), die de invloed onderzochten die deelname aan een CFA-programma (met als doel: verhoging van het kennisniveau) had op de performance van aanbevelingen van aandelenanalisten voor de periode 1994-2000. Ze ontdekten dat beleggingsprestaties verbeterden.

De 5 geven aan dat cognitieve diversiteit (**Subfactor 3.B.6**), taken en doelen van het team (**Subfactor 3.B.1**), de grenzen van het team (**Subfactor 3.B.2**), stabiliteit (**Subfactor 3.B.4**), veiligheid (**Subfactor 3.B.7**), omvang van het team (**Subfactor 3.B.5**) en onderlinge afhankelijkheid van teamleden (**Subfactor 3.B.8**) afstemmen van eigen belang op dat van de klant (**Subfactor 3.A.3**) en autoriteit (**Subfactor 3.B.3**) allemaal belangrijk zijn. De subfactoren zijn hier wel gerangschikt in volgorde van belangrijkheid zoals aangegeven door de 5.

Alle 5 zijn van mening dat een beleggingsstrategie het best gedijt in een cultuur van adhocratie (**Subfactor 3.C.1**). PM2, MS1 en MS3 zijn van mening dat de tweede cultuur het beste een familiecultuur is (**Subfactor 3.C.2**). De literatuur wijst ook naar adhocratie als dominante cultuur en hiermee wordt het referentiekader bevestigd. Wat betreft familie als tweede cultuur na adhocratie zijn de meningen meer verdeeld. Toch denkt een meerderheid dat de familiecultuur als tweede komt bij een goed beleggingsklimaat.

Als ik het geheel overzie heb ik beperkte aanpassingen aan het referentiekader gemaakt uit hoofde van deze interviews. Het stemt mij gunstig dat de portefeuillemanagers en managerselectors zich goed konden vinden in het raamwerk.

HOOFDSTUK 4 Toetsing vanuit Internal Audit Functie.

Ik heb het referentiekader voorgelegd aan medewerkers van de IAF van 3 vermogensbeheerders (IA1, IA2 en IA3). Met elk van de internal auditors heb ik een interview gehad. Voorafgaand heb ik het concept referentiekader zoals dat aan het einde van hoofdstuk 3 was ingericht, verstuurd aan de internal auditors met de vraag het te bekijken en met name om te beoordelen of het voldoet aan onderstaande 4 criteria. In het interview heb ik samen met internal auditors het referentiekader per subfactor doorgelopen om vast te stellen of het referentiekader voldoet aan de volgende criteria:

1. Validiteit: de validiteit verwijst naar de juistheid of accuraatheid van metingen: meet het meetinstrument hetgeen het moet meten? Kan je vanuit de gekozen onderzoeksmethodes de juiste conclusies trekken?
2. Betrouwbaarheid: geeft het meetinstrument steeds dezelfde resultaten onder dezelfde condities? Om de betrouwbaarheid te vergroten kan de auditor methodentriangulatie toepassen.

Voorts heb ik gevraagd of de huidige internal audit afdeling over de capaciteit en de competentie beschikken om de audit aan de hand van dit referentiekader uit te voeren.

3. Capaciteit: beschikt de internal audit afdeling over voldoende capaciteit in bemensing en hulpmiddelen om het referentiekader per subfactor en in het geheel uit te voeren.
4. Competentie: beschikt de internal audit afdeling over voldoende competenties om het referentiekader per subfactor uit te voeren.

In de datamatrix IA (Internal Auditors), bijlage 6 geef ik de resultaten per geïnterviewde weer. Voor alle criteria uit het referentiekader hebben de internal auditors aangegeven of ze volgens hun inzichten wel/niet aan deze 4 criteria voldoen¹⁰. In deze datamatrix zijn de vakken groen gekleurd als de internal auditors hebben aangegeven of het referentiekader voor de subfactor valide en betrouwbaar is en als de internal auditors aangegeven dat zij voldoende capaciteit en competentie op hun afdeling hebben.

Als tenminste 2 van de 3 IA's de validiteit, betrouwbaarheid, eigen capaciteit of eigen competentie per subfactor onvoldoende achten, heb ik in het interview gecheckt of de overige criteria bij de subfactoren voldoende compensatie boden. Als dit niet het geval was, heb ik een nieuwe criterium opgevoerd bij de subfactoren of een extra meetmethode toegevoegd om het bestaande criterium te dekken (methodentriangulatie). Deze nieuwe criteria en meetmethode heb ik getoetst in het interview waar ze naar voren kwamen en meegenomen in opvolgende interviews, zodanig dat tenminste 2 respondenten het eens zijn met de aanpassing. Voor deze aanpassingen is de tekst **blauw** gekleurd.

Beleggingsfilosofie

De 3 IA's vinden alle meetmethodes valide en betrouwbaar. De 3 IA's geven aan over voldoende capaciteit te beschikken om het referentiekader uit te kunnen voeren, met uitzondering van **subfactor 1.A.4.** het eerste criterium. Voor **subfactor 1.A.4.** zeggen de 3 IA's niet over een goede attributie-analyse tool te beschikken. Zij bezitten wel de capaciteit en de competentie om de uitkomsten van een attributie analyse te kunnen interpreteren. Het gebruik van een overzicht van portefeuillekenmerken voldoet wat hen betreft ook. Het referentiekader hoeft dan ook niet aangepast te worden, hoewel de (uitkomsten van)

¹⁰ In de datamatrix in de bijlage geef ik dat weer door middel van een '1'. Als geïnterviewden het er niet mee eens zijn dan geef ik dat aan met behulp van een '0'.

een attributie-analyse wel te prefereren is boven de portefeuillekenmerken als toets voor de interne consistentie en dit wordt ook beaamd door de internal auditors.

Besluitvormingsproces

Zoals ik in sub paragraaf 2.2. beschrijf, geef ik de auditor een meetmethode om te vast te stellen of de portefeuillemanager onderhevig is aan biases (zie bijlage 4). De meetmethode bevat ook een indicator en een norm. De 3 IA's gaven aan dat zij niet voldoende capaciteit en competentie (geen internal auditors met psychologische achtergrond) hebben om al deze testen te gaan uitvoeren. Wat betreft capaciteit begrijp ik dat. De meetmethodes vereisen werk van de auditor om deze te completeren (vragenlijsten voor groupthink) of aankoop van meetinstrumenten (zoals bij de BART methode). De IA's duwen de meetmethodes van biases terug naar de 1^e lijn. Als in de 1^e lijn gemeten wordt in hoeverre men bloot staat aan biases dan heeft de IA afdeling wel de capaciteit om te toetsen of dit adequaat gebeurt, mits zij beschikking krijgen over internal auditors met een psychologische achtergrond. Voor wat betreft competentie, geven de 3 IA's aan dat zij geen psychologisch geschoolde auditors in hun team hebben en dat zij de resultaten van de meetmethode moeilijk kunnen beoordelen op indicator en norm. Dat argument begrijp ik.

Als de biases niet gemeten worden dan is het nadeel voor dit referentiekader dat de auditors niet weten in hoeverre de portefeuillemanagers onderhevig zijn aan biases. In het kader van dit referentiekader gaan we er vanuit dat alle mensen onderhevig zijn aan deze biases, zoals blijkt uit de literatuur, en omdat portefeuillemanagers ook maar mensen zijn, is het voldoende voor de beheersing van het besluitvormingsproces dat de auditor kan vaststellen of er voldoende maatregelen genomen zijn om de biases te beheersen. Bij de discussie in hoofdstuk 6 komt dit onderwerp nog een keer terug.

Uit de literatuur, zoals samengevat in sub paragraaf 2.2.2, blijkt dat de biases optreden en er dus gereede kans bestaat dat het team en de portefeuillemanager onderhevig is aan deze biases. De portefeuillemanager en het team moeten dus maatregelen nemen om de biases te beheersen. In de literatuur worden wel passende maatregelen benoemd om de biases te mitigeren. Deze staan beschreven in sub paragraaf 2.2.2. De auditor kan vervolgens meten of de maatregelen adequaat zijn.

Twee van de drie IA's geven aan dat documentanalyse alleen onvoldoende is voor een betrouwbare conclusie over het gedrag van de portefeuillemanager. Als auditor wil je vaststellen of de maatregelen in de praktijk ten uitvoer worden gebracht. Vooral waar het de document analyse van besluitvormingsprocedures betreft, vindt men dat documentanalyse ten behoeve van de betrouwbaarheid aangevuld moet worden met interviews of observatie zodat methodetriangulatie ontstaat.

Observatie heeft een lichte voorkeur van IA2 en IA3. In principe zou een internal auditor toegang moeten kunnen krijgen tot de vergaderingen waarin portefeuillemanagers elkaar aan de tand voelen over mogelijke veranderingen in portefeuille. Enkele vergaderingen zijn echter niet genoeg omdat de aanwezigheid van de auditor kan leiden tot wenselijk gedrag. Meerdere vergaderingen bijwonen kost echter veel capaciteit. Interviews, als deze toch al afgenomen worden, zijn een goed alternatief. Ik heb bij alle subfactoren waarvan de criteria die gaan over het meten van gedrag en gemeten worden aan de hand van een document dat de besluitvormingsprocedure vaststelt, interviews van de teamleden als meetwijze toegevoegd als methodetriangulatie.

Voor de **subfactoren 2.A.3., 2.A.4, 2.A.7., 2.A.9.**, is de interviewmethode toegevoegd om meer zekerheid te krijgen dat de maatregelen daadwerkelijk worden getroffen. Datzelfde geldt voor **subfactor 3.B.3** behorend bij het volgende deel, beleggingsteam. Ik geef hier een voorbeeld, de andere subfactoren zijn op een overeenkomstige wijze aangepast.

Subfactor 2.A.3.

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
2.A.3. Maatregelen ter voorkoming van cognitieve dissonantie	Wordt het voorgenomen besluit gechallenged door tenminste een ander teamlid	Vastgelegd is dat een voorgenomen besluit van 1 teamlid tenminste door 1 ander teamlid wordt gechallenged	Uit documentanalyse (procedure voor besluitvorming) blijkt dat een voorgenomen besluit door tenminste 1 teamlid wordt gechallenged	In document ligt vast dat een teamlid tenminste door een ander teamlid gechallenged wordt
		Teamleden beamen dat een voorgenomen besluit van een teamlid door tenminste 1 ander teamlid wordt gechallenged	Uit interviews met teamleden blijkt dat voorgenomen besluiten door tenminste 1 teamlid wordt gechallenged	Tenminste 80% van de teamleden geven aan dat een voorgenomen besluit van een teamlid door tenminste 1 ander teamlid wordt gechallenged

De gehanteerde norm is arbitrair, maar moet voorkomen dat het criterium niet met ja wordt beantwoord als slechts een klein deel van het team niet aan de norm voldoet.

Beleggingsteam en cultuur van de organisatie

Subfactor 3.A.1

IA1 en IA2 zeggen over de subfactor intelligentie dat deze wel gemeten kan worden. Net als bij PM1 en PM2 bestaat er bij IA1 twijfel over het verband tussen intelligentie en outperformance. Ik heb de subfactor wel opgevoerd omdat de literatuur in meerdere onderzoeken het verband aantoont tussen intelligentie en outperformance en omdat ook de professionals, ondanks hun twijfel, aangeven dat een portefeuillemanager wel over een bepaalde mate van intelligentie moet beschikken. IA2 die geen verband ziet tussen intelligentie en outperformance is bij de IA's in de minderheid.

Subfactor 3.A.4.

De 3 IA's geven voorts aan dat het beschikken over vakkennis een basisvereiste is maar dat er daarboven nog een ontwikkelplan moet zijn voor de teamleden om de vakkennis en vereisten te blijven ontwikkelen. Ik heb dit criterium toegevoegd aan de subfactor 3.A.4. 'Teamleden beschikken over vakkennis'.

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
3.A.4. De teamleden beschikken over vakkennis	Heeft het teamlid de opleiding voor Chartered Financial Analyst (CFA) succesvol afgerond?	Aanwezigheid in het register voor CFA	Uit documentanalyse blijkt de aanwezigheid in het register voor CFA	Het teamlid is opgenomen in het register voor CFA
	Wordt de kennis van teamleden doorontwikkeld	Ontwikkelingsplan per teamlid	Uit documentanalyse blijkt de aanwezigheid van een ontwikkelingsplan voor elk teamlid	Elk teamlid heeft een persoonlijk ontwikkelingsplan

Subfactor 3.B.6.

De 3 IA's vinden meten van diversiteit aan de hand van een CV te beperkt. Diversiteit is ook goed te meten aan de hand van diverse soorten testen over rollen in het team of persoonlijke drijfveren (Belbin, Management Drives). Ik heb dit criterium toegevoegd aan deze subfactor. Persoonlijk gaat mijn voorkeur uit naar Management Drives. Aan de hand van het invullen van de vragenlijst van Management Drives, worden personen getypeerd naar hun leidende denkpatronen en drijfveren: welke manieren van waarnemen, denken en doen zijn bepalend voor een lid van het team. Elke kleur beschrijft een bepaalde drijfveer. Drijfveren zijn motivatoren die voorspellen hoe een persoon zijn kennis, vaardigheden en competenties inzet. Drijfveren bepalen in belangrijke mate de wijze en inhoud van onze communicatie. De methode van Management Drives typeert teamleden naar hun belangrijkste drijfveren en gedragingen: waar krijgt iemand energie van, wat zijn allergeïën en valkuilen.

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
3.B.6. Diversiteit	Is de cognitieve diversiteit voldoende?	Educatie en ervaring van de teamleden	Uit de document analyse van de CV's van de teamleden blijkt de educatie en ervaring van teamleden	75% van de CVs hebben andere educatie en ervaring achtergrond per teamlid
	Is er voldoende diversiteit in persoonlijkheidsprofielen	Persoonlijkheidsprofielen in kleurenanalyse van Management drives	Uit de kleurentest van Management drives blijkt het persoonlijkheidsprofiel van de teamleden	Tenminste 4 van de kleuren zijn vertegenwoordigd in het team

Subfactor 3.B.7.

IA1 vond het belangrijk dat teamleden zich veilig voelen om hun mening te geven. Andere IA's waren het hier mee eens. Ik heb subfactor 3.B.7. uitgebreid met het criterium of teamleden zich gehoord voelen.

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
3.B.7. Teamleden voelen zich veilig om hun mening te geven	Voelen de teamleden zich veilig?	Score van het team op de vraag in het arbeidssatisfactie onderzoek omtrent psychische veiligheid	Uit de documentanalyse van arbeidssatisfactie onderzoek blijkt het bestaan van psychische veiligheid	1 of meer teamleden voelen zich onveilig
	Voelen de teamleden zich gehoord?	Score van the team op de vraag in het arbeidssatisfactie onderzoek omtrent de vraag of hun bijdrage aan het team gehoord wordt	Uit de documentanalyse van arbeidssatisfactie onderzoek blijkt dat teamleden vinden dat hun bijdrage wordt gehoord door andere teamleden	1 of meer teamleden vinden dat ze een niet gehoord worden

HOOFDSTUK 5 Het resulterende referentiekader

Het referentiekader is in zijn geheel ook opgenomen in bijlage 1.

De doelstelling van het onderzoek is om het bestaande referentiekader voor aandelenbeleggingstrategieën van de IAF van vermogensbeheerders aan te vullen met kritieke succesfactoren teneinde de IAF in staat te stellen om meer dan nu het geval is (redelijke) zekerheid te bieden over het succes (de outperformance) van de beleggingsstrategie als zij een onderzoek doen naar de beheersing van die strategie.

Door in de audit een verdieping te geven van de factoren beleggingsfilosofie, beleggingsproces en beleggingsteam, kan wel meer zekerheid geboden worden, boven de zekerheid die IAF nu al biedt, met de reeds bestaande audit op de interne beheersing. Dus als een verdieping van de factoren beleggingsfilosofie, besluitvormingsproces en een goed werkend team zo belangrijk zijn waaraan moeten deze factoren dan voldoen? Of wel:

- Wat is een goede beleggingsfilosofie, een goed proces en een goed team? Aan welke criteria moeten de factoren filosofie, het proces en het team voldoen om de waarschijnlijkheid van het behalen van het doel - outperformance van de beleggingsstrategie – te vergroten.
- En hoe zijn deze criteria te meten?

Deze vragen heb ik beantwoord in het referentiekader, zoals ik dat in de hoofdstukken hiervoor heb opgenomen (in bijlage 1 is het gehele referentiekader opgenomen). Om tot een antwoord te komen op het eerste deel van de eerste vraag, beschrijf ik hier een beoordelingsmethode die toegepast kan worden op het gehele referentiekader. Wanneer is een goede beleggingsfilosofie goed, wanneer is er sprake van een goed team. Daarvoor moet de auditor een conclusie trekken voor elke factor (beleggingsfilosofie, besluitvormingsproces en team), alle criteria in ogenschouw nemend.

De systematiek die ik hiervoor hanteer werkt als volgt: voor het meten van elke subfactor hanteer ik een score-schaal van '+' of een '-'. Als een subfactor uit meerdere criteria bestaat dan neem ik die criteria mee om de subfactor te scoren. Voor belangrijke factoren hanteer ik een dubbele weging. Bij dubbele weging wordt een '+' een dubbel '++' of een '-' een '- -'. Significant belangrijke factoren noem ik 'show stoppers'. Als deze subfactoren niet positief gescoord worden dan is de gehele strategie niet goed genoeg. Gemakshalve ben ik er vanuit gegaan dat een 8 goed is en dat een 7,5 naar boven wordt afgerond, zoals dat vroeger op school ook zo was. Voor een 8 moeten 75% of meer '+'-en gehaald worden op het maximaal te behalen aantal '+'-en.

Beleggingsfilosofie

Zoals beschreven wordt in hoofdstuk 3 'De toetsing en aanvulling uit de praktijk' geven professionals aan dat bepaalde factoren belangrijker zijn dan andere. Een hoog gewicht wordt gegeven aan de **subfactoren 1.A.1**. 'De beleggingsfilosofie exploiteert een inefficiëntie' en aan **1.A.4**. 'De strategie is intern consistent'. Mijn inziens zijn het 'show-stoppers'. Als aan beide voorwaarden niet is voldaan, is er geen sprake van een goede beleggingsfilosofie, omdat de outperformance van strategie zonder het uitnutten van een inefficiëntie en interne consistentie op louter toeval kan berusten. De **subfactoren 1.A.1 en 1.A.4** krijgen zodoende een dubbele weging. Een beleggingsfilosofie is daardoor goed als deze tenminste cumulatief '+6' van de maximale '+7' scoort.

Besluitvormingsproces

Zoals beschreven wordt in hoofdstuk 3 'De toetsing en aanvulling uit de praktijk' maken professionals geen onderscheid in het belang van de verschillende subfactoren. Ik wens daar toch enige nuance in aan te brengen. De **subfactor 2.A.5.** 'maatregelen ter voorkoming van group think' moet mijns inziens dubbel gewogen worden. Zoals uit sub paragraaf 2.3.1. blijkt, worden beleggingstrategieën, tegenwoordig veel vaker dan voorheen, door een team of groep geleid, waardoor de risico's van groupthink meer dan die van de andere subfactoren, die veelal individueel bepaald zijn, toenemen. Bovendien mag men verwachten dat de individuele biases afnemen vanwege de disciplinerende werking van de groep als challenger van individuele besluitvorming.

Een besluitvormingsproces is goed als deze tenminste cumulatief '+9' van de maximale '+11' scoort.

Beleggingsteam en cultuur

Zoals beschreven in hoofdstuk 3 'De toetsing en aanvulling uit de praktijk', hebben de professionals een volgorde van belangrijkheid van de subfactoren voor het team aangegeven. Vanwege het feit dat de professionals dit aangeven krijgen de 4 door hen geprioriteerde factoren een dubbele weging: **subfactor 3.B.6.** 'Diversiteit', **subfactor 3.B.1.** 'Taken en doelen van het team', **subfactor 3.B.2.** 'Het team heeft duidelijke grenzen', **subfactor 3.B.4.** 'Het team is stabiel'. De overige subfactoren onder 3.B. krijgen een gewone weging. Datzelfde geldt voor de subfactoren onder 3.A.. Onder 3.C. krijgt 'dominante cultuur "adhocratie"' een dubbele weging, terwijl de tweede cultuur "familie" een gewone weging krijgt.

Een besluitvormingsproces is goed als deze tenminste cumulatief '+13' van de maximale '+17' scoort.

Als de IAF de 3 onderdelen tenminste beoordeeld volgens de vereiste scores dan kan de strategie als goed betiteld worden. De vereiste score op dit referentiekader stelt de IAF in staat om - meer dan nu het geval is - (redelijke) zekerheid te bieden over het succes (de outperformance) van de beleggingsstrategie.

HOOFDSTUK 6 Discussie

Natuurlijk zijn er altijd punten voor discussie over gemaakte keuzes in dit onderzoek. Ik heb deze discussie gevoerd met mezelf en met mijn begeleider. Hieronder geef ik een voorzet voor een drietal belangrijke punten die uitmonden in stellingen. Ik beoog niet limitatief te zijn.

Discussiepunt 1: Moet de doelgroep ook de Chief Investment Officer (CIO) bevatten?

Aanvankelijk had ik ook de CIO in de doelgroep opgenomen. Mijn begeleider en coördinator stelden vraagtekens bij deze keuze. Je neemt toch niet de 1^e en de 3^e lijn samen op als doelgroep? Toch was het zo gek nog niet. Mensen uit de praktijk, zowel PMs, MSen en IAs stelden de vraag of het nou wel de taak was van de IAF om dit allemaal te onderzoeken. De CIO moet bewaken, controleren, monitoren of het goed gaat met de beleggingstrategieën waarvoor hij eindverantwoordelijk is. Dit referentiekader is in dat proces voor de CIO goed te gebruiken om vast stellen waar de risico's zitten. Maar doet hij/zij dat op een onafhankelijk en objectieve manier? De CIO heeft er belang bij dat de beleggingstrategieën goed worden gepercipieerd in de organisatie. De praktijk leert dat de CIO onder druk komt van de organisatie als de resultaten tegenvallen. Van tijd tot tijd realiseren ook goede portefeuillemanagers underperformance, dan komt hun raamwerk onder druk te staan en dan is het heel belangrijk dat de portefeuillemanagers blijven vasthouden aan hun filosofie. De CIO zal de portefeuillemanager daar in bij staan. Internal Auditing is onafhankelijk en objectief, meer dan dat de CIO dat is. Op dit moment, zo blijkt uit mijn (voor) onderzoek heeft de CIO in de praktijk het verworven alleenrecht om beleggingstrategieën te toetsen op belegginsfilosofie, besluitvormingsproces en werking van de team. Mijn stelling luidt dat de IAF hier een duidelijke rol heeft. Een onderzoek door de IAF naar de beleggingsstrategie in zijn ruime vorm (dus meer dan alleen de interne beheersing) valt binnen de definitie van Internal Audit, zoals opgesteld door The Institute of Internal Auditing (IIA, 2017).

Internal auditing is an independent, objective assurance and consulting activity designed to add value and improve an organization's operations. It helps an organization accomplish its objectives by bringing a systematic, disciplined approach to evaluate and improve the effectiveness of risk management, control, and governance processes.

De CIO kan ook meegenomen worden in het onderzoek naar een beleggingsstrategie. Als je het gehele referentiekader met de CIO doorloopt, dreig je dingen dubbel te doen. In mijn referentiekader zijn subfactoren opgenomen, die belangrijker zijn dan anderen. Een interview met de CIO om te toetsen of en hoe hij/zij deze factoren bewaakt, controleert en monitort, zou een goede aanvulling zijn.

Mijn stelling luidt: laat de IAF de audit naar een beleggingsstrategie uitvoeren en neem de CIO in die audit mee.

Discussiepunt 2: Moet een internal auditor zelf psychologische experimenten gaan opstellen uitvoeren? Moet een internal auditor deze testen gaan normeren en interpreteren?

De taak van de internal auditor is het inrichten van een referentiekader, het opvragen van de controls en het beoordelen daarvan: de auditor vraagt op en beoordeelt. Maar de internal auditor gaat niet sociaal-psychologische experimenten in elkaar zetten, uitvoeren, normeren en beoordelen. De internal auditors in dit onderzoek waren unaniem van mening dat sociaal-psychologische experimenten niet tot hun takenpakket behoren, omdat zij niet de vereiste competentie bezitten. Je zou kunnen stellen dat het daar

niet om gaat. Je zou kunnen stellen dat voor het opstellen van indicatoren en normen in een psychologisch onderzoek ook psychologische expertise aanwezig moet zijn.

Mijn stelling luidt: laat de 1e lijn externe deskundigen inhuren voor het observeren van gedrag en breidt de competentie van de IAF zodanig uit dat de IAF de uitkomsten van deze observaties kan beoordelen.

Discussiepunt 3: Moet een internal auditor diepgaande kennis van en een duidelijke visie op het vakgebied hebben dat hij of zij audit?

In dit referentiekader is een duidelijke mening van de opsteller van het referentiekader opgenomen over actief en fundamenteel beheerde aandelenbeleggingstrategieën: het moet heel duidelijk zijn waarom de beleggingsstrategie actief is (welke inefficiëntie waarom wordt geëxploiteerd). Fundamentele beleggingstrategieën moeten met overtuiging afstand nemen van de benchmark. De concurrentie voor fundamentele strategieën is immers geducht: indexfondsen en kwantitatieve strategieën. Index beleggen wint snel aan populariteit omdat actieve fundamentele fondsen vaak hun benchmark niet verslaan. Daarnaast zijn indexfondsen goedkoop en hebben een klein risico ten opzichte van de benchmark (je valt er geen buil aan). Kwantitatieve strategieën zijn 'evidence based'. Ze hebben in het verleden gedurende vele decennia gewerkt, dus geldt dat ook voor de toekomst. De criteria die de auditor kiest zijn deels strategische keuzes en daarmee gestoeld op een visie op de sector. Mijns inziens is kennis van de sector en een visie op de sector heel belangrijk voor een internal auditor.

Mijn stelling luidt: Een internal auditor moet minimaal een aantal jaren werkzaam zijn geweest in de 1^e lijn van een vermogensbeheerder, voordat hij/zij het proces kan auditen.

Literatuurlijst

- Azar, B., Wendy, P., & Ceci, S. (1999). Why experts often disagree. *neurosciences*, 301, 443-6107.
- Baptist, R. W. (2015). *Measuring Predictors of Groupthink: Instrument Development and Validation*.
- Bär, M., Niessen-Ruenzi, A., & Ruenzi, S. (2007). The impact of work group diversity on performance: Large sample evidence from the mutual fund industry. Available at SSRN 1017803.
- Belsky, Gary, and Thomas Gilovich. *Why smart people make big money mistakes and how to correct them: Lessons from the life-changing science of behavioral economics*. Simon and Schuster, 2010.
- Belsky, G. (2016). Why we think we're better investors than we are. *The New York Times*, March, 25-2016
- Benschop, N., Nuijten A., Wilmink K., Rijsenbilt A. (2018). Bewust van het onbewuste. Psychologische valkuilen voor ondernemers. Handvatten voor de MKB-accountant in de rol van sparringpartner/adviseur
- Busenitz, L. W., & Barney, J. B. (1997). Differences between entrepreneurs and managers in large organizations: Biases and heuristics in strategic decision-making. *Journal of business venturing*, 12(1), 9-30.
- Cameron, K.S., Quinn, R.E., *Onderzoeken en veranderen van organisatiecultuur*. Boom Uitgeverij, 2011
- Carhart, M. M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of finance*, 52(1), 57-82.
- Cremers, K. M., & Petajisto, A. (2009). How active is your fund manager? A new measure that predicts performance. *The Review of Financial Studies*, 22(9), 3329-3365.
- Cremers, M., & Pareek, A. (2016). Patient capital outperformance: The investment skill of high active share managers who trade infrequently. *Journal of Financial Economics*, 122(2), 288-306.
- Chevalier, J., & Ellison, G. (1999). Are some mutual fund managers better than others? Cross-sectional patterns in behavior and performance. *The journal of finance*, 54(3), 875-899.
- Davanzo, L. E., & Nesbitt, S. L. (1987). Performance fees for investment management. *Financial Analysts Journal*, 43(1), 14-20.
- Del Guercio, D., & Tkac, P. A. (2001). The Effect of Morningstar Ratings on Mutual Fund Flows. Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper, 15.
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. H. (1987). Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality. *The Journal of finance*, 42(3), 557-581.
- Festinger, L. (1962). *A theory of cognitive dissonance (Vol. 2)*. Stanford university press. 1962
- Furuseth, T., Masarwah, A., *Morningstar Rating Analysis of European Investment Funds*, 30 June 2019
- Hackman, J. R. (2009). Why teams don't work. Interview by Diane Coutu. *Harvard Business Review*, 87(5), 98-105.
- Hergovich, A., Schott, R., & Burger, C. (2010). Biased evaluation of abstracts depending on topic and conclusion: Further evidence of a confirmation bias within scientific psychology. *Current Psychology*, 29(3), 188-209.
- Hong, L., & Page, S. E. (2004). Groups of diverse problem solvers can outperform groups of high-ability problem solvers. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 101(46), 16385-16389.

Hogan, Robert. *Personality and the fate of organizations*. Psychology Press, 2017.

Horlacher, J. (2016) , *Behavioral Insights. Are you overconfident*, Credit Suisse

Jacowitz, K. E., & Kahneman, D. (1995). Measures of anchoring in estimation tasks. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 21(11), 1161-1166.

Janis, I. L. (1971). Groupthink. *Psychology today*, 5(6), 43-46.

Janis, I. L., & Janis, I. L., *Groupthink: Psychological studies of policy decisions and fiascoes* (Vol. 349). Boston: Houghton Mifflin. 1982.

Kahneman, D. (2011). *Thinking, fast and slow*. Macmillan. 2011.

Kahneman, D., Lovallo, D., & Sibony, O. (2011). Before you make that big decision. *Harvard business review*, 89(6), 50-60.

Kang, Q, X. Li and T. Su, "CFA certification program and sell-side analysts." Unpublished manuscript, Boston College, March 2011.

Klayman, J., & Ha, Y. W. (1989). Hypothesis testing in rule discovery: Strategy, structure, and content. *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition*, 15(4), 596.

Koedijk, K. C., & Slager, A. (2007, October). *Investment beliefs: The importance of focus for an institutional investor*. Working paper prepared for the ICPM/Netspar/Maastricht University Joint Discussion Forum.

Koedijk, K. C., Slager, A., & Bauer, R. (2010). *Investment beliefs that matter: New insights into the value drivers of pension funds*. Available at SSRN 1603262.

Latham, A. (2015) *12 Reasons Why How You Make Decisions is important*, Forbes

Lejuez, C. W., Read, J. P., Kahler, C. W., Richards, J. B., Ramsey, S. E., Stuart, G. L., ... & Brown, R. A. (2002). Evaluation of a behavioral measure of risk taking: the Balloon Analogue Risk Task (BART). *Journal of Experimental Psychology: Applied*, 8(2), 75.

Lerner, J. (2000). *Yale University Investments Office: July 2000*.

MacGregor, D. G., Slovic, P., Dreman, D., & Berry, M. (2000). Imagery, affect, and financial judgment. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 1(2), 104-110.

Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Mauboussin, M. J.. *More Than You Know: Finding Financial Wisdom in Unconventional Places* (Updated and Expanded). Columbia University Press, 2013.

Mauboussin, M.J. (2014). *Building an Effective Team. How to manage a team to make good decisions*. Credit Suisse.

Mauboussin, M.J. (2014). *Methods to Improve Decisions*. Credit Suisse.

Mauboussin, M. J. *Think twice: Harnessing the power of counterintuition*. Harvard Business Review Press, 2012.

Nunen van, Anton. *Fiduciair Management*. Uitgave, van Nunen & Partners, Alphen-Chaam, 2016

- Olsen, R. A. (2002). Professional investors as naturalistic decision makers: Evidence and market implications. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 3(3), 161-167.
- Patel, S., & Sarkissian, S. (2017). To group or not to group? Evidence from mutual fund databases. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(5), 1989-2021.
- Resing, W.C.M., & Blok, J.B. (2002). De classificatie van intelligentiescores. Voorstel voor een eenduidig systeem. *De Psycholoog*, 37, 244-249.
- Rosenzweig, P. (2007). Misunderstanding the nature of company performance: The halo effect and other business delusions. *California Management Review*, 49(4), 6-20.
- Russo, J. Edward, and Paul JH Schoemaker. *Winning decisions: Getting it right the first time*. Crown Business, 2002.
- Samuelson, W., & Zeckhauser, R. (1988). Status quo bias in decision making. *Journal of risk and uncertainty*, 1(1), 7-59.
- Schumacher, J, 'Zo werkt de vernieuwde Morningstar Analyst Rating', <https://www.morningstar.nl/nl/news/196232/zo-werkt-de-vernieuwde-morningstar-analyst-rating.aspx>, 7 oktober 2019.
- Scott D. Stewart, CFA (2013). *Manager Selection*, Research Foundation of the CFA institute.
- Sharpe, W. F. (1991). The arithmetic of active management. *Financial Analysts Journal*, 47(1), 7-9.
- Slovic, P., Finucane, M. L., Peters, E., & MacGregor, D. G. (2007). The affect heuristic. *European journal of operational research*, 177(3), 1333-1352.
- Sweeney, J. C., Hausknecht, D., & Soutar, G. N. (2000). Cognitive dissonance after purchase: A multidimensional scale. *Psychology & Marketing*, 17(5), 369-385.
- Travers, F. J.. *Investment manager analysis: A comprehensive guide to portfolio selection, monitoring and optimization* (Vol. 243). John Wiley & Sons, 2011
- Treynor, J. L. (1990). The 10 Most Important Questions to Ask in Selecting a Money Manager. *Financial Analysts Journal*, 46(3), 4-5.
- Ware, J. (B. Michaels and D. Primer). *Investment Leadership. Building a Winning Culture for Long-Term Success*. John Wiley & Sons, 2004
- Zuckerman, Marvin. *Sensation seeking (psychology revivals): Beyond the optimal level of arousal*. Psychology Press, 2014.

Bijlages (6)

Bijlage 1 Referentiekader



Bijlage 1
Referentiekader

Beleggingsfilosofie – Paragraaf 2.1

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
1.A.1. De beleggingsfilosofie exploiteert een inefficiëntie.	De portefeuillebeheerder geeft aan dat hij inefficiëntie hij/zij najaagt	Er is een document in de vorm van beleggingspresentatie waarin de nagejaagde inefficiëntie is opgenomen	Uit de document analyse van beleggingspresentatie blijkt welke inefficiëntie wordt nagejaagd	In document ligt de nagejaagde efficiëntie vast
	De inefficiëntie is aan te tonen	Er is een document met onderzoek (intern of extern) waarin de inefficiëntie wordt aangetoond	Uit document analyse van intern of extern onderzoek blijkt dat de inefficiëntie is aangetoond	In document ligt vast dat de inefficiëntie is aangetoond
1.A.2. Een theorie verklaart het bestaan van de inefficiëntie.	Er is een theorie die het bestaan van deze inefficiëntie verklaart.	Er is een document waarin staat beschreven hoe de theorie de inefficiëntie verklaart	Uit document analyse waarin de theorie wordt beschreven blijkt dat er een theorie die de efficiëntie verklaart	In document ligt vast dat er een theorie is die de inefficiëntie verklaart
1.A.3. De strategie is uitvoerbaar.	De theoretische outperformance als gevolg van de inefficiëntie gaat niet in de praktijk verloren aan transactiekosten	Er is een document met onderzoek (intern of extern) waarin wordt aangetoond dat de theoretische outperformance -/- transactiekosten positief is	Uit document analyse van intern of extern onderzoek blijkt dat theoretische outperformance -/- transactiekosten positief is	In onderzoeksdocument ligt vast dat theoretische outperformance > transactiekosten.
	De strategie heeft voldoende resources (bemensing)	Aantal fundamenteel onderzochte aandelen per teamlid	Uit document analyse van de beleggingspresentatie blijkt de grootte van het universum en het aantal teamleden	Elk teamlid analyseert niet meer dan 40-50 aandelen op fundamentele wijze.
1.A.4. De strategie is intern consistent.	Bestaat er consistentie tussen de attributie-analyse en de gepropageerde filosofie?	Constatering van overeenstemming tussen de attributie-analyse en de filosofie van de beleggingsstrategie	Uit analyse van de attributie-analyse blijkt overeenstemming tussen de filosofie van de beleggingsstrategie en de attributie analyse	De attributie analyse komt overeen met gepropageerde filosofie
	Bestaat er consistentie tussen de portefeuillekenmerken en de filosofie?	Constatering van overeenstemming tussen de kenmerken van de portefeuille en de filosofie van de portefeuille.	Uit document analyse van het overzicht van kenmerken van de portefeuille blijkt overeenstemming tussen de kenmerken en de filosofie van de portefeuille	Portefeuille kenmerken komen overeen met gepropageerde filosofie
1.A.5. Een strategie kan gebaseerd zijn op meerdere beleggingsfilosofieën. Deze beleggingsfilosofieën mogen elkaar niet tegenwerken.	Er worden verschillende beleggingsfilosofieën gecombineerd binnen één strategie.	Meerdere beleggingsfilosofieën in de beleggingspresentatie van de strategie	Uit document analyse van beleggingspresentatie blijkt dat er meerdere meerdere beleggingsfilosofieën opgenomen zijn	Er staat meer dan 1 beleggingsfilosofie vermeld in de presentatie van de strategie
	Werken de verschillende beleggingsfilosofieën in een strategie elkaar tegen?	De outperformance voortkomend uit filosofie 1 plus de outperformance voortkomend uit filosofie 2	Uit de attributie-analyse van het performance track record met behulp van een attributie-analyse tool blijkt dat filosofieën elkaar niet tegenwerken	De outperformance voortkomend uit filosofie 1 plus de outperformance voortkomend uit filosofie 2 is groter of gelijk aan de outperformance voortkomend uit filosofie 1 of de outperformance voortkomend uit filosofie 2

Besluitvorming Paragraaf 2.2

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
2.A. Maatregelen ter voorkoming van biases bij individuele teamleden en teams				
2.A.1. Maatregel ter voorkoming van overconfidence	Houdt de portefeuillemanager rekening met alle bedreigingen?	Bestaan van een pre-mortem analyse	Uit documentanalyse blijkt dat er pre-mortem analyses worden uitgevoerd	Voor de grootste 10 relatieve posities in portefeuille ten opzichte van de benchmark bestaat een pre-mortem analyse
2.A.2. Maatregel ter voorkoming van de affect heuristiek	Houdt de portefeuillemanager rekening met uitkomsten uit het verleden bij vergelijkbare beslissingen?	Bestaan van een reference class onderzoek	Uit de documentanalyse blijkt dat er een referenceclass onderzoek bestaat	Voor de grootste 10 relatieve posities in portefeuille ten opzichte van de benchmark bestaat een reference class onderzoek
2.A.3. Maatregelen ter voorkoming van cognitieve dissonantie	Wordt het voorgenomen besluit gechallenged door tenminste een ander teamlid	Vastgelegd is dat een voorgenomen besluit van 1 teamlid tenminste door 1 ander teamlid wordt gechallenged	Uit documentanalyse (procedure voor besluitvorming) blijkt dat een voorgenomen besluit door tenminste 1 teamlid wordt gechallenged	In document ligt vast dat een teamlid tenminste door een ander teamlid gechallenged wordt
		Teamleden beamen dat een voorgenomen besluit van een teamlid door tenminste 1 ander teamlid wordt gechallenged	Uit interviews met teamleden blijkt dat voorgenomen besluiten door tenminste 1 teamlid wordt gechallenged	Tenminste 80% van de teamleden geven aan dat een voorgenomen besluit van een teamlid door tenminste 1 ander teamlid wordt gechallenged
2.A.4. Maatregelen ter voorkoming van de confirmation bias	Wordt het voorgenomen besluit gechallenged door tenminste een ander teamlid	Vastgelegd is dat een voorgenomen besluit van 1 teamlid tenminste door 1 ander teamlid wordt gechallenged	Uit documentanalyse (procedure voor besluitvorming) blijkt dat een voorgenomen besluit door tenminste 1 teamlid wordt gechallenged	In document ligt vast dat een teamlid tenminste door een ander teamlid gechallenged wordt
		Teamleden beamen dat een voorgenomen besluit van een teamlid door tenminste 1 ander teamlid wordt gechallenged	Uit interviews met teamleden blijkt dat voorgenomen besluiten door tenminste 1 teamlid wordt gechallenged	Tenminste 80% van de teamleden geven aan dat een voorgenomen besluit van een teamlid door tenminste 1 ander teamlid wordt gechallenged

Vervolg besluitvorming Paragraaf 2.2

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm	
2.A.5. Maatregelen ter voorkoming van groupthink	Alle leden van het team stellen zich op als kritisch beoordelaar van het besluit	Het voorgenomen besluit wordt van meerdere kanten gechallengeed	Interview met teamleden waarin wordt gevraagd naar de perceptie van teamleden of het voorgenomen besluiten worden gechallengeed.	Tenminste 80% van de teamleden geven aan dat besluiten worden gechallengeed	
	De groepsleider geeft op voorhand geen voorkeur	De teamleider onthoudt zich aanvankelijk van het geven van een mening	Interview met teamleden waarin wordt gevraagd naar de perceptie of de teamleider zich aanvankelijk onthoudt van het geven van een mening	Tenminste 80% van de teamleden geven aan dat de teamleider zich aanvankelijk onthoudt van het geven van een mening	
	De mening van een buitenstaander wordt geraadpleegd	Vastgelegd is dat buitenstaander advies geeft	Uit documentanalyse (notulen) blijkt dat een buitenstaander advies geeft.	Uit de notulen blijkt dat bij een besluit tenminste 1 buitenstaander(s) advies geeft	
	Een groepslid wordt aangesteld als advocaat van de duivel	Vastgelegd is dat binnen de groep heeft een teamlid de rol van advocaat van de duivel	Uit documentanalyse (procedure voor besluitvorming) blijkt dat een teamlid de rol van een 'advocaat van de duivel op zich neemt'.	Uit documentanalyse (procedure voor besluitvorming) blijkt dat een teamlid de rol van een 'advocaat van de duivel' op zich neemt.	In document ligt vast dat 1 groepslid de rol van 'advocaat van de duivel' op zich neemt
			Uit interviews met teamleden blijkt dat een teamlid de rol van 'advocaat van de duivel' op zich neemt.	Tenminste 80% van de teamleden geven aan dat 1 teamlid de rol van 'advocaat van de duivel' op zich neemt	
	Teamleden stemmen onafhankelijk van elkaar	Vastgelegd is dat stemming vindt anoniem plaats	Uit documentanalyse (procedure van de besluitvorming) blijkt dat de stemmen over besluiten anoniem plaatsvindt	Uit documentanalyse (procedure van de besluitvorming) blijkt dat de stemmen over besluiten anoniem plaatsvindt	In document ligt vast dat besluitvorming anoniem plaatsvindt
			Uit interviews met teamleden blijkt dat teamleden anoniem stemmen over besluiten	Tenminste 80% van de teamleden geven aan dat teamleden anoniem stemmen over besluiten	
	Besluit vindt plaats met meerderheid van stemmen	Vastgelegd is dat besluitvorming met meerderheid van stemmen plaatsvindt	Uit documentanalyse (procedure van de besluitvorming) blijkt dat de besluitvorming bij meerderheid van stemmen plaatsvindt	Uit documentanalyse (procedure van de besluitvorming) blijkt dat de besluitvorming bij meerderheid van stemmen plaatsvindt	In document ligt vast dat besluitvorming bij meerderheid van stemmen plaatsvindt
			Uit interviews met teamleden blijkt dat besluitvorming met meerderheid van stemmen plaatsvindt	Tenminste 80% van de teamleden geven aan dat besluitvorming met meerderheid van stemmen plaatsvindt	
	Aantal keren dat de beslissing op een later tijdstip nog wordt heroverwogen	Vastgelegd is dat besluiten worden heroverwogen	Uit documentanalyse (notulen) blijkt dat heroverweging van besluiten plaatsvindt	Uit de notulen blijkt dat bij een besluit tenminste 1 maal wordt heroverwogen; tenminste 3 maanden na het nemen van het besluit	
2.A.6. Maatregel ter voorkoming van anchoring bias.	Zijn de schattingen in cijfers voor de toekomst voldoende onderbouwd.	Procent van de gevallen uit de steekproef waarbij de belangrijkste variabelen worden onderbouwd	Uit steekproef van (ver)koop besluiten blijkt dat de schattingen van de belangrijkste variabelen (verkoop, marges, investeringen) worden beargumenteerd.	In tenminste 90% van de gevallen uit de steekproef worden de belangrijkste variabelen (verkoop, marges, investeringen) onderbouwd	
2.A.7. Maatregel ter voorkoming van van het halo-effect?	Wordt het voorgenomen besluit gechallengeed door tenminste een ander teamlid	Vastgelegd is dat het teamlid dat een besluit neemt tenminste door 1 ander teamlid wordt gechallengeed	Uit documentanalyse (procedure voor besluitvorming) blijkt dat een voorgenomen besluit door tenminste 1 teamlid wordt gechallengeed	In document ligt vast dat een teamlid tenminste door een ander teamlid gchallengeed wordt	
		Uit interviews met teamleden blijkt dat voorgenomen besluiten door tenminste 1 teamlid wordt gechallengeed	Tenminste 80% van de teamleden geven aan dat een voorgenomen besluit van een teamlid door tenminste 1 ander teamlid wordt gechallengeed		
2.A.8. Maatregel ter voorkoming van loss aversion	Wordt er voldoende risico genomen in de portefeuille?	Active Share	Uit documentanalyse van het portefeuille overzicht (tov de benchmark) blijkt de hoogte van de active share	Active Share >85%	
2.A.9. Maatregel ter voorkoming van de sunk cost fallacy.	Wordt het voorgenomen besluit gechallengeed door tenminste een ander teamlid?	Vastgelegd is dat het teamlid dat een besluit neemt tenminste door 1 ander teamlid wordt gechallengeed	Uit documentanalyse (procedure voor besluitvorming) blijkt dat een voorgenomen besluit door tenminste 1 teamlid wordt gechallengeed	In document ligt vast dat een teamlid tenminste door een ander teamlid gchallengeed wordt	
		Uit interviews met teamleden blijkt dat voorgenomen besluiten door tenminste 1 teamlid wordt gechallengeed	Tenminste 80% van de teamleden geven aan dat een voorgenomen besluit van een teamlid door tenminste 1 ander teamlid wordt gechallengeed		
2.A.10. Maatregel ter voorkoming van de status quo bias	Wordt er actief gezocht naar alternatieve factoren of feiten?	Frequentie van het houden van een red-team vergadering	Uit documentanalyse (notulen van red-team vergadering) blijkt dat red teaming vergadering gehouden wordt	1 keer per 2 maanden wordt red-teaming vergadering gehouden	

Beleggingsteam en cultuur van de organisatie Paragraaf 2.3

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
3.A. Individuen binnen een beleggingsteam				
3.A.1. De teamleden beschikken over goede intelligentie	Heeft het teamlid een hoge IQ?	Score op IQ test	IQ test	Behorend tot het top kwartiel op basis van IQ test
3.A.2. De teamleden denken op lange termijn	Is de omloopsnelheid in de portefeuille laag?	Omloopsnelheid	Berekenen van de omloopsnelheid	Omloopsnelheid in portefeuille < 20-30%
3.A.3. De teamleden stemmen eigen belang af op de belangen van de klant	Ontvangt het teamlid alleen een bonus bij outperformance?	Bonus wordt uitgekeerd bij outperformance	Uit de document analyse van de bonus systematiek blijkt dat de bonus alleen wordt uitgekeerd in geval van outperformance.	Er zijn geen gevallen te vinden waarbij een bonus wordt uitgekeerd bij underperformance
3.A.4. De teamleden beschikken over vak kennis	Heeft het teamlid de opleiding voor Chartered Financial Analyst (CFA) succesvol afgerond?	Aanwezigheid in het register voor CFA	Uit documentanalyse blijkt de aanwezigheid in het register voor CFA	Het teamlid is opgenomen in het register voor CFA
	Wordt de kennis van teamleden doorontwikkeld	Ontwikkelingsplan per teamlid	Uit documentanalyse blijkt de aanwezigheid van een ontwikkelingsplan voor elk teamlid	Elk teamlid heeft een persoonlijk ontwikkelingsplan
3.B. Beleggingsteam				
3.B.1. Het team heeft taken en doelen				
	Zijn de taken en de doelen van het team duidelijk vastgelegd?	Vastlegging van doelen en taken	Uit documentanalyse van het beoordelingsformulier blijken doelen en taken vast te liggen	Document bevat doelen en taken
	Zijn de doelen betekenisvol?	Doelen en taken zijn gericht op het realiseren van de missie van de vermogensbeheerder	Uit documentanalyse van het beoordelingsformulier en van de missie van de vermogensbeheerder blijkt dat de doelen gericht zijn op het realiseren van de missie	Het realiseren van doelen en taken draagt bij aan het realiseren van de missie van de vermogensbeheerder
3.B.2. Het team heeft duidelijke grenzen				
	Is duidelijk wie er behoort tot het team?	Leden van het team worden beoordeeld door 1 teamleider / beoordelaar	Uit documentanalyse van beschrijving teaminrichting (teamleider/beoordelaar versus teamleden) volgens het HR systeem blijkt leden van het team worden beoordeeld door 1 teamleider/beoordelaar	Document uit het HR systeem toont aan dat de leden van het team worden beoordeeld door 1 teamleider/ beoordelaar.
	Zijn de teamleden 100% van hun tijd werkzaam voor het team?	Teamlid representeert 1 FTE voor het team	Uit documentanalyse van download van teamsamenstelling uit HR systeem blijkt dat 1 teamlid = 1 FTE	Alle teamleden werken 100% voor het team
3.B.3 Binnen het team zijn de beslissingsbevoegdheden duidelijk belegd				
	Is duidelijk afgesproken of vastgelegd wie gaat over welke beslissing?	Charter legt beslissingsbevoegdheid van alle teamleden vast	Uit documentanalyse van het charter blijken de besluitvormingsprocedure en beslissingsbevoegdheid van de teamleden	Voor alle teamleden zijn alle beslissingen in de charter beslissingsbevoegdheid vastgelegd
		Teamleden beamen dat duidelijk is wie bevoegd is voor welke beslissingen	Uit interviews met teamleden blijkt dat het voor teamleden duidelijk is wie bevoegd is voor welke beslissingen	Tenminste 80% van de teamleden geven aan dat duidelijk is wie bevoegd is voor welke beslissingen
3.B.4. Het team is stabiel				
	Is het verloop in het team hoog?	Verloop	Uit documentanalyse blijkt het verloop	Verloop > 0 in afgelopen 3 jaar
3.B.5. Omvang van de team				
	Is de omvang van het team optimaal?	Team grootte	Uit documentanalyse blijkt de grootte van het team	Teamgrootte tussen 3 en 6 teamleden
3.B.6. Diversiteit				
	Is de cognitieve diversiteit voldoende?	Educatie en ervaring van de teamleden	Uit de document analyse van de CV's van de teamleden blijkt de educatie en ervaring van teamleden	75% van de CV's hebben andere educatie en ervaring achtergrond per teamlid
	Is er voldoende diversiteit in persoonlijkheidsprofielen	Persoonlijkheidsprofielen in kleurenanalyse van Management drives	Uit de kleurentest van Management drives blijkt het persoonlijkheidsprofiel van de teamleden	Tenminste 4 van de kleuren zijn vertegenwoordigd in het team
3.B.7. Teamleden voelen zich veilig om hun mening te geven				
	Voelen de teamleden zich veilig?	Score van het team op de vraag in het arbeidssatisfactie onderzoek omtrent psychische veiligheid	Uit de documentanalyse van arbeidssatisfactie onderzoek blijkt het bestaan van psychische veiligheid	1 of meer teamleden voelen zich onveilig
	Voelen de teamleden zich gehoord?	Score van de team op de vraag in het arbeidssatisfactie onderzoek omtrent de vraag of hun bijdrage aan het team gehoord wordt	Uit de documentanalyse van arbeidssatisfactie onderzoek blijkt dat teamleden vinden dat hun bijdrage wordt gehoord door andere teamleden	1 of meer teamleden vinden dat ze een niet gehoord worden
3.B.8. Teamleden zijn onderling afhankelijk van elkaar				
	Zijn de targets, op grond waarvan de bonus wordt bepaald, collectief of individueel?	Meerderheid van de bonus is gerelateerd aan het team	Uit de documentanalyse van de bonussystematiek blijkt dat het grootste deel van de bonus is gekoppeld aan de performance target van het team	Niet meer dan 35% van de performance target is niet team gerelateerd (dus individueel of bedrijf)
3.C. Cultuur op de beleggingsafdeling				
3.C.1. De cultuur op de afdeling waar het team actief is				
	Is de dominante cultuur "adhocratie"?	Score op de OCAI vragenlijst onder teamleden	Uit de antwoorden OCAI vragenlijst onder teamleden blijkt dat adhocratie de dominante cultuur is	Score op adhocratie is het hoogst van alle 4 culturen
	Is de tweede cultuur "familie" na "adhocratie"?	Score op de OCAI vragenlijst onder teamleden	Uit de antwoorden OCAI vragenlijst onder teamleden blijkt dat "familie" de tweede cultuur is na "adhocratie".	Score op familiecultuur na adhocraticultuur het hoogst van alle 4 culturen

3.A. Individuele belegger binnen een beleggingsteam

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
3.A. Individen binnen een beleggingsteam				
3.A.1. De teamleden beschikken over goede intelligentie	Heeft het teamlid een hoge IQ?	Score op IQ test	IQ test	Behorend tot het top kwartiel op basis van IQ test
3.A.2. De teamleden denken op lange termijn	Is de omloopsnelheid in de portefeuille laag?	Omloopsnelheid	Berekenen van de omloopsnelheid	Omloopsnelheid in portefeuille < 20-30%
3.A.3. De teamleden stemmen eigen belang af op de belangen van de klant	Ontvangt het teamlid alleen een bonus bij outperformance?	Bonus wordt uitgekeerd bij outperformance	Uit de document analyse van de bonus systematiek blijkt dat de bonus alleen wordt uitgekeerd in geval van outperformance.	Er zijn geen gevallen te vinden waarbij een bonus wordt uitgekeerd bij underperformance
3.A.4. De teamleden beschikken over vakkennis	Heeft het teamlid de opleiding voor Chartered Financial Analyst (CFA) succesvol afgerond?	Aanwezigheid in het register voor CFA	Uit documentanalyse blijkt de aanwezigheid in het register voor CFA	Het teamlid is opgenomen in het register voor CFA
	Wordt de kennis van teamleden doorontwikkeld	Ontwikkelingsplan per teamlid	Uit documentanalyse blijkt de aanwezigheid van een ontwikkelingsplan voor elk teamlid	Elk teamlid heeft een persoonlijk ontwikkelingsplan

Volgende pagina

3.B. Beleggingsteam en 3.C. Cultuur op de beleggingsafdeling

3.B. Beleggingsteam en 3.C. Cultuur op de beleggingsafdeling

Subfactor	Criterium	Indicator	Meetwijze	Norm
3.B. Beleggingsteam				
3.B.1. Het team heeft taken en doelen	Zijn de taken en de doelen van het team duidelijk vastgelegd?	Vastlegging van doelen en taken	Uit documentanalyse van het beoordelingsformulier blijken doelen en taken vast te liggen	Document bevat doelen en taken
	Zijn de doelen betekenisvol?	Doelen en taken zijn gericht op het realiseren van de missie van de vermogensbeheerder	Uit documentanalyse van het beoordelingsformulier en van de missie van de vermogensbeheerder blijkt dat de doelen gericht zijn op het realiseren van de missie	Het realiseren van doelen en taken draagt bij aan het realiseren van de missie van de vermogensbeheerder
3.B.2. Het team heeft duidelijke grenzen	Is duidelijk wie er behoort tot het team?	Leden van het team worden beoordeeld door 1 teamleider / beoordelaar	Uit documentanalyse van beschrijving teaminrichting (teamleider/beoordelaar versus teamleden) volgens het HR systeem blijkt leden van het team worden beoordeeld door 1 teamleider/beoordelaar	Document uit het HR systeem toont aan dat de leden van het team worden beoordeeld door 1 teamleider/ beoordelaar.
	Zijn de teamleden 100% van hun tijd werkzaam voor het team?	Teamlid representeert 1 FTE voor het team	Uit documentanalyse van download van teamsamenstelling uit HR systeem blijkt dat 1 teamlid = 1 FTE	Alle teamleden werken 100% voor het team
3.B.3 Binnen het team zijn de beslissingsbevoegdheden duidelijk belegd	Is duidelijk afgesproken of vastgelegd wie gaat over welke beslissing?	Charter legt beslissingsbevoegdheid van alle teamleden vast	Uit documentanalyse van het charter blijken de besluitvormingsprocedure en beslissingsbevoegdheid van de teamleden	Voor alle teamleden zijn alle beslissingen in de charter beslissingsbevoegdheid vastgelegd
		Teamleden beamen dat duidelijk is wie bevoegd is voor welke beslissingen	Uit interviews met teamleden blijkt dat het voor teamleden duidelijk is wie bevoegd is voor welke beslissingen	Tenminste 80% van de teamleden geven aan dat duidelijk is wie bevoegd is voor welke beslissingen
3.B.4. Het team is stabiel	Is het verloop in het team hoog?	Verloop	Uit documentanalyse blijkt het verloop	Verloop > 0 in afgelopen 3 jaar
3.B.5. Omvang van the team	Is de omvang van het team optimaal?	Team grootte	Uit documentanalyse blijkt de grootte van het team	Teamgrootte tussen 3 en 6 teamleden
3.B.6. Diversiteit	Is de cognitieve diversiteit voldoende?	Educatie en ervaring van de teamleden	Uit de document analyse van de CV's van de teamleden blijkt de educatie en ervaring van teamleden	75% van de CVs hebben andere educatie en ervaring achtergrond per teamlid
	Is er voldoende diversiteit in persoonlijkheidsprofielen	Persoonlijkheidsprofielen in kleuranalyse van Management drives	Uit de kleurentest van Management drives blijkt het persoonlijkheidsprofiel van de teamleden	Tenminste 4 van de kleuren zijn vertegenwoordigd in het team
3.B.7. Teamleden voelen zich veilig om hun mening te geven	Voelen de teamleden zich veilig?	Score van het team op de vraag in het arbeidssatisfactie onderzoek omtrent psychische veiligheid	Uit de documentanalyse van arbeidssatisfactie onderzoek blijkt het bestaan van psychische veiligheid	1 of meer teamleden voelen zich onveilig
	Voelen de teamleden zich gehoord?	Score van the team op de vraag in het arbeidssatisfactie onderzoek omtrent de vraag of hun bijdrage aan het team gehoord wordt	Uit de documentanalyse van arbeidssatisfactie onderzoek blijkt dat teamleden vinden dat hun bijdrage wordt gehoord door andere teamleden	1 of meer teamleden vinden dat ze een niet gehoord worden
3.B.8. Teamleden zijn onderling afhankelijk van elkaar	Zijn de targets, op grond waarvan de bonus wordt bepaald, collectief of individueel?	Meerderheid van de bonus is gerelateerd aan het team	Uit de documentanalyse van de bonussystematiek blijkt dat het grootste deel van de bonus is gekoppeld aan de performance target van het team	Niet meer dan 35% van de performance target is niet team gerelateerd (dus individueel of bedrijf)
3.C. Cultuur op de beleggingsafdeling				
3.C.1. De cultuur op de afdeling waar het team actief is	Is de dominante cultuur "adhocratie"?	Score op de OCAI vragenlijst onder teamleden	Uit de antwoorden OCAI vragenlijst onder teamleden blijkt dat adhocratie de dominante cultuur is	Score op adhocratie is het hoogst van alle 4 culturen
	Is de tweede cultuur "familie" na "adhocratie"?	Score op de OCAI vragenlijst onder teamleden	Uit de antwoorden OCAI vragenlijst onder teamleden blijkt dat "familie" de tweede cultuur is na "adhocratie".	Score op familiecultuur na adhocratiecultuur het hoogst van alle 4 culturen

Bijlage 2 ‘Soorten van problemen en de consequentie voor de beoordeling van het besluitvormingsproces’

Mauboussin (2013) stelt in zijn boek “More than you know: Finding Financial Wisdom in Unconventional Places” dat het belangrijk is dat we vaststellen met welk soort probleem we te maken hebben, voordat we het probleem willen oplossen en een besluit nemen. Mauboussin ziet een probleem als een continuüm. Aan de ene kant heb je problemen die gerelateerd zijn aan statistische, lineaire en discrete systemen. Aan de andere kant van het spectrum bevinden zich de dynamische, niet-lineaire en continue problemen. In de onderstaande tabel beschrijft Mauboussin de bijvoeglijke naamwoorden die bij de twee uitersten horen.

Ene kant van het spectrum	Andere kant van het spectrum
Discreet, statisch, sequentieel, mechanisch, scheidbaar, universeel, homogeen, regulair, lineair, oppervlakkig, enkelvoudig, stationair	Continue, dynamisch, simultaan, organisch, interactief, voorwaardelijk, heterogeen, onregelmatig, niet-lineair, diep, meervoudig, niet-stationair

Mauboussin (2013)

Beleggingsproblemen bevinden zich met name aan de “andere kant van het spectrum” met als gevolg dat het domein van beleggen een probabilistische benadering kent en dat de uitkomsten vele vormen kunnen aannemen. Beth Azar (1999) vat de verschillende domeinen van besluitvorming en uitkomsten samen in de volgende tabel.

Domain description	(1) Rules based: Limited Degrees of Freedom	(2) Rules based: High Degrees of Freedom	(3) Probabilistic: Limited Degrees of Freedom	(4) Probabilistic: High Degrees of Freedom
Expert performance	Worse than Computers	Generally better than computers	Equal to or worse than collectives	Collectives outperform experts
Expert Agreement	High (70-90%)	Moderate (50-60%)	Moderate/Low (30%-40%)	Low (<20%)
Examples	Credit Scoring, Simple medical diagnosis	Chess, Go	Poker	Stock Market, Economy

Bron: Bteh Azar (1999), “Why Experts Often Disagree” en Mauboussin (2013), “More Than You Know: Finding Financial Wisdom in Unconventional Places”

De aandelenmarkt is een voorbeeld van een omgeving waarin de besluitvorming onderhevig is aan waarschijnlijkheden en waarbij de uitkomsten veel graden van vrijheid kennen. Mauboussin (2013) geeft aan dat in elke omgeving, waarin waarschijnlijkheden een belangrijke rol spelen, het beter is om je te richten op de kwaliteit van het besluitvormingsproces dan op de uitkomst. Indien je je alleen richt op de uitkomsten, dan ga je voorbij aan het feit dat in een proces met een probabilistische natuur goed genomen beslissingen soms leiden tot verkeerde uitkomsten en verkeerde beslissingen tot goede uitkomsten.

Jay Russo en Paul Schoemaker (2002) presenteren de volgende tabel:

Tabel 3		Outcome	
		Good	Bad
Process Used to make a decision	Good	Deserved Success	Bad Break
	Bad	Dumb luck	Poetic Justice

Source: Russo and Schoemaker (2002), Winning decisions

De termijn speelt hierbij een rol. Een goed besluitvormingsproces moet volgens Mauboussin (2013) op termijn wel leiden tot goede resultaten. Mauboussin geeft aan dat beleggen een proces is van het afwegen van waarschijnlijkheden. Het doel van een beleggingsproces is om het verschil vast te stellen tussen de prijs van een aandeel en zijn verwachte waarde. De prijs is de koers zoals deze tot stand komt op de beurs. De verwachte waarde is het gewogen gemiddelde van de waarschijnlijkheid van verschillende uitkomsten. Die uitkomsten worden bepaald door de fundamentele ontwikkeling van het bedrijf (zoals de verwachte omzet, winstgroei en benodigde investeringen).

Decision Theory start in de 17e eeuw met de wiskundige Blaise Pascal¹¹ die de uitkomst van beslissingen evalueert: je kenschetst het probleem, je formuleert alle mogelijke alternatieven en je evalueert de opties. De econoom Herb Simon¹² verwijst deze definitie in 1950 naar het rijk der fabelen. Hij stelt dat de menselijke rationaliteit beperkt is en doet het verzamelen van alle informatie over alle alternatieven af als niet realistisch. De afgelopen jaren doet een nieuwe aanpak opgeld, “naturalistic decision making (NDM)”. Robert Olsen (2002) is een aanhanger van deze theorie. Toegepast op beleggen, ziet hij de volgende 5 eigenschappen van beleggingsbesluiten:

1. Beleggers hebben te maken met ongestructureerde en complexe problemen.
2. Beleggersinformatie is incompleet, ambigue en veranderlijk.
3. Beleggingsdoelen zijn concurrerend, soms slecht gedefinieerd.
4. Bij beleggen ontstaat stress door tijdsbeperkingen, hoge geldinzet of beide.
5. Bij beleggingsbeslissingen zijn meerdere partijen betrokken.

De waarneming van Olsen komt overeen met bevindingen van Mauboussin over wat de aard is van de problemen in de beleggingswereld. Olsen stelt in zijn onderzoek acht vragen aan beleggers over hun besluitvorming. De onderzoeksresultaten geven aan dat beleggingsprofessionals sterk afhankelijk zijn van mentale beelden of simulatie, van redenering op basis van analogieën, van het matchen van patronen en van besluitvormingsprocedures die intuïtiever worden naarmate de complexiteit toeneemt. Daarmee zijn ook beleggers onderhevig aan de heuristieken en biases die in de volgende paragraaf worden besproken.

¹¹ https://en.wikipedia.org/wiki/Decision_theory

¹² https://en.wikipedia.org/wiki/Herbert_A._Simon

Bijlage 3 “Beschrijving van biases”

Beschrijving van overconfidence

Benschop et al (2018) stelt dat overconfidence inhoudt dat men de eigen kunde/prestaties overschat en de risico's van de te nemen besluiten onderschat. Bijvoorbeeld, 80% van de Nederlandse automobilisten vindt zichzelf een bovengemiddeld goed chauffeur. Dat is een mooi voorbeeld van overconfidence. En ik moet de eerste professionele belegger nog tegen komen die zich minder dan gemiddeld ten opzichte van de professe vindt. Het gevolg van overconfidence kan zijn dat de beslisser zichzelf overschat en maar één reëel alternatief in ogenschouw neemt.

Beschrijving van de affect heuristic

Slovic et al (2007) omschrijven de affect heuristic als volgt: bij het evalueren van iets dat we leuk vinden, hebben we de neiging om het risico en de nadelen ervan te minimaliseren en de voordelen ervan te overdrijven. Uit de praktijk ken ik het fenomeen dat beleggers verliefd worden op een aandeel. Het aandeel heeft ze zoveel beleggingsresultaat gebracht, het bedrijf heeft steeds de verwachtingen overtroffen. Beleggers zijn niet meer in staat zijn de negatieve factoren te zien.

Beschrijving van cognitieve dissonantie

Festinger (1962) komt als eerste met het begrip cognitieve dissonantie. Cognitieve dissonantie treedt op wanneer een persoon tegelijkertijd twee cognities (ideeën, attitudes, meningen) heeft, die psychologisch inconsistent zijn. Ik ga een auto kopen en ik vind een BMW mooi maar een Mercedes even mooi. Ik kies uiteindelijk voor de BMW. Na een zo'n besluit hebben mensen vaak een gevoel van dissonantie. Het gekozen alternatief is immers heel zelden alleen maar positief, de verworpen alternatieven hebben vaak ook positieve punten. Dit leidt tot gevoelens van onbehagen. De dissonantie is groter naarmate mensen zich meer persoonlijk verantwoordelijk voelen voor hun handelen en als dit handelen ernstige negatieve gevolgen kan hebben. Mensen zijn zeer gemotiveerd om het onplezierige gevoel te verminderen. De theorie van cognitieve dissonantie geeft aan dat wij niet zozeer gemotiveerd zijn om het bij het rechte eind te hebben, maar veeleer zijn we gemotiveerd om onszelf te doen geloven dat we gelijk hebben. Na het nemen van een beslissing, zoeken mensen geruststellende informatie dat hun besluit bevestigt. Het gevaarlijke van dit proces is dat men bepaalde belangrijke factoren veronachtzaamt of niet meeneemt in het vervolg. Essentiële informatie kan op deze wijze verloren gaan.

Beschrijving van de confirmation bias

De confirmation bias treedt op wanneer een beslisser van tevoren al een mening in gedachten heeft en actief op zoek gaat naar informatie die zijn besluit ondersteunt en informatie die zijn besluit zou kunnen ontkrachten, veronachtzaamt.

Beschrijving van Groupthink

Janis (1971,1982) beschrijft groupthink als een psycho-sociaal fenomeen, waarbij een groep van op zich zeer bekwame personen zodanig wordt beïnvloed door groepsprocessen, dat de kwaliteit van groepsbesluiten sterk vermindert. Janis beschrijft de volgende symptomen van groepsdenken: de overschatting van de eigen groep, hetgeen betekent dat groepsleden een illusie delen van hun onkwetsbaarheid en onbetwiste overtuiging dat hun zaak rechtvaardig is ; het selectief toelaten van informatie, met name het weren van informatie die niet overeenkomt met de voorkeurskeuze; de druk die uitgaat van het team om je te conformeren. Voorbeelden van groupthink zijn het Varkensbaai incident (1961, beschreven door Janis) en het verongelukken van de Challenger (1986).

Beschrijving van de anchoring bias

Benschop et al (2018) stelt dat: “door de anchoring bias wordt een besluit genomen op basis van de eerst beschikbare informatie, het referentiepunt. Hoewel dit referentiepunt niet altijd relevant is voor de schatting beïnvloedt deze het besluit wel”. De anchoring bias werkt als volgt: een lepe makelaar neemt de potentiële huizenkoper eerst mee naar een huis, waarvan sommige vloeren scheef lopen, enkele kozijnen verrot zijn, de WC niet meer doortrekt en noemt dan de prijs: EUR 500,000. Vijfhonderdduizend euro, denk je, dat is een waanzinnig bedrag. Dat huis koop ik niet. Maar tegelijkertijd heeft de makelaar het referentiepunt gezet. Natuurlijk zoek je een betere prijs-kwaliteitverhouding, maar je zult in de toekomst sneller genoeg nemen met een alternatief. Hoewel het referentiepunt niet relevant is voor de beslissing, beïnvloedt het referentiepunt de beslissing wel. Belsky en Gilovich, (2000) laten in hun boek “ Why smart people make big money mistakes” zien wat anchoring kan doen. Aan het begin van de jaren 90 stijgt het aandeel US Surgical van USD 50 naar USD 131,50, om daarna te dalen naar USD 56. Veel beleggers stappen rond deze prijs in omdat ze het aandeel geanchored hebben op USD 131,50 en dan is USD 56 goedkoop. Het aandeel stijgt even naar USD 76 om vervolgens uit te komen op USD 16. Zoals Benschop et al (2018) concluderen is het voor beleggers vaak moeilijker om een investering te beoordelen op de daadwerkelijke waarde in plaats van af te gaan op de verkoopprijs.

Beschrijving van het halo-effect

Het halo-effect is de menselijke neiging om specifieke gevolgtrekkingen te maken op basis van algemene indrukken. Het halo-effect ligt dicht bij het representative effect, dat door Benschop et al (2018) als volgt omschreven wordt: wanneer een situatie één kenmerk heeft van een bepaalde andere (eerdere) gebeurtenis, wordt aangenomen dat deze situatie ook alle andere eigenschappen zal hebben van die andere gebeurtenis. Phil Rosenzweig (2007) beschrijft dat het halo-effect welig tiert in het bedrijfsleven. Een bedrijf waarvan het aandeel stijgt, wordt geprezen om zijn visionair leiderschap en superieure strategie. Als de koers van het aandeel terugvalt, deugt er niets meer, terwijl er in het leiderschap en de strategie feitelijk niets veranderd is.

Beschrijving van loss aversion

Kahneman (2011) ontwikkelde samen met Tversky de prospect theorie: in keuzes met een bepaalde waarschijnlijkheid hebben mensen meer afkeer van verlies van een bepaald bedrag dan plezier van de winst van het zelfde bedrag. Dit kan er toe leiden dat men te voorzichtig is. Belsky et al (2016) geeft aan dat de prospect theorie leidt tot loss aversion. Loss aversion is wat de Engelsen zo mooi zeggen “ losses loom larger than gains” ofwel verliezen wegen zwaarder dan winsten.

Beschrijving van de sunk cost fallacy

De sunk cost fallacy laat zich beschrijven als: bij het overwegen van nieuwe investeringen moeten beleggers gedane investeringen negeren wanneer die geen invloed hebben op toekomstige investeringen, maar dat doen beleggers niet. Het halo-effect ligt dicht bij escalation of commitment, dat door Benschop et al (2018) als volgt wordt omschreven: “bij escalation of commitment is men vastberaden vast te houden aan de oorspronkelijk ingeslagen richting, ondanks negatieve feedback en aanwijzingen dat dit niet tot succes zal leiden”. In de praktijk nemen beleggers moeilijk afscheid van aandelen, die geen resultaten bieden. De belegger maakt een uitgebreide analyse, committeert zich door openlijk een case te maken voor het betreffende aandeel. Hij of zij investeert niet alleen geld, maar ook ego en aanzien in het besluit om het betreffende aandeel te kopen. Als de verwachtingen niet uitkomen, blijft de belegger krampachtig vasthouden aan de casus, aan eigen gelijk.

Beschrijving van het status quo bias

Belsky et al (2016) stellen dat de status quo bias ook voortkomt uit de prospect theorie. De prospect theorie voorspelt “decision paralysis”, omdat het vooruitzicht van het moeten nemen van veel besluiten ontmoedigend en oncomfortabel is. Benschop et al (2018) beschrijven de status quo bias als volgt: “bij de status quo bias heeft men een voorkeur voor eerder gemaakte keuzes ten opzichte van nieuwe of alternatieve opties. Hierdoor laat men de huidige of standaard situatie moeilijk los, en staat men niet open voor alternatieven”. Benschop spreekt ook wel van een veranderdrempel.

Bijlage 4 ‘Meetmethoden voor biases’

Over het meten van biases zegt Benschop: “een bias direct zelf meten is lastig omdat het een denkfoutje is wat zich in de hoofden van mensen afspeelt en dus niet tastbaar is. Daarnaast is het soms extra lastig omdat mensen zich vaak zelf niet bewust zijn van hun eigen biases”. Het meten van biases is toch mogelijk door symptomen of gevolgen te bekijken. Volgens Benschop is enige voorzichtigheid geboden met vragenlijsten die persoonlijkheidskenmerken meten, vanwege het feit dat het hier om correlaties gaat. Mensen met een bepaalde eigenschap zijn eerder geneigd om een bepaalde bias te vertonen. Dat betekent niet dat ze die bias in alle gevallen en bij elke beslissing zullen vertonen. Het hoeft ook niet te betekenen dat mensen zonder die eigenschap de bias niet vertonen.

Voor het meten van de bias kunnen de volgende meetmethodes gebruikt worden: 1. Experiment 2. Interviews. 3. Documentanalyse. 4. Surveymethode 5. Observatie. Waar mogelijk gebruik ik het experiment omdat een experiment de bias direct meet. Het experiment moet echter wel eenvoudig en praktisch uitvoerbaar zijn. Daarna genieten interviews mijn voorkeur. Het gevaar van interviews is dat deze sociaal wenselijke antwoorden opleveren. Interviews houden met meerdere teamleden mitigeert dit gevaar. Documentanalyse biedt de mogelijkheid om vast te stellen of de opzet adequaat is, maar niet of de werking adequaat is. Aanvulling met interviews kan meer zekerheid geven over de werking. Het gevaar van sociaal wenselijke antwoorden is ook aanwezig bij de surveymethode. De observatiemethode is aantrekkelijk maar zeer tijdrovend. Om de biases waar te nemen zal de auditor de individuen en het team over een langere tijd moeten waarnemen en bevragen. Vanwege de ingewikkelde praktische uitvoerbaarheid (tijdslag over een langere periode) heb ik nergens gekozen voor de observatiemethode.

Verder stel ik als eis aan de meetmethodes, gebruikt om de biases vast te stellen, dat deze ook worden toegepast of beschreven in een relevant wetenschappelijk artikel of boek en praktisch uitvoerbaar zijn. Onder relevant versta ik in dit kader relevant voor de onderzoeksvraag. Als ik geen meetmethode kan vinden die aan deze eisen voldoet kan de bias niet voldoende worden gemeten. De auditor kan aan de hand van het referentiekader dan nog wel vaststellen of de maatregelen ter beheersing van de biases adequaat zijn.

Ik heb onderzocht of er per bias een meetmethode bestaat om te vast te stellen of de portefeuillemanager onderhevig is aan deze bias. Per meetmethode heb ik ook een indicator en een norm benoemd. Goede besluitvorming vereist dat de portefeuillemanager zo min mogelijk onderhevig is aan de biases. Indien de norm wordt overschreden moet de portefeuillemanager maatregelen nemen om de bias beheersen. Ik heb niet voor alle biases goede meetmethodes kunnen vinden.

Subfactor 2.A.1 Overconfidence.

Meetmethode om vast te stellen of de portefeuillemanager onderhevig is aan overconfidence

Een eenvoudig experiment geeft inzicht in het niveau van overconfidence. Deze test werd ontworpen door Jonathan Horlacher (2016), werkzaam bij Credit Suisse. De test luidt: probeer het interval te schatten, waarvan je 90 procent zeker bent dat het juiste antwoord binnen het interval valt:

- a. Het gewicht van de Columbia Space Shuttle;
- b. Het aantal Afrikaanse landen (erkend door de VN);
- c. Afstand van Londen naar Zürich in vliegkilometers;

en nog 7 andere van dit soort vragen.

De meeste beleggers komen niet verder dan 4 goede antwoorden en zijn dus overconfident. 4 goede antwoorden hanteer ik als norm. De methode is eenvoudig en praktisch toepasbaar.

Overconfidence kan ook gemeten worden aan de hand van vragenlijsten op basis van het “dark side of personality” model van Hogan. R. Hogan et al (2017) ontwikkelden een vragenlijst waarmee inzichtelijk wordt gemaakt hoe personen scoren op 11 profielen. Hogan beschrijft van elk profiel hoe de persoonlijkheid handelt in moeilijke situaties, wat de pluspunten van het profiel zijn en welke valkuilen het profiel met zich mee brengt. In het kader overconfidence kan je toetsen of iemand voldoet aan het profiel ‘gedurfd’.

Profiel	Moeilijke situaties	Pluspunten	Valkuilen
Gedurfd	Grootheidswaanzin en onterecht gevoel van recht op een beloning	Moedig, zelfverzekerd, charismatisch	Geeft niet snel eigen fouten toe, eist te veel eer op

Het direct meten van de bias zelf blijft een aanpak die betrouwbaarder is dan een vragenlijst. Zodoende kies ik als meetmethode de Horlacher test aangevuld met een profilering op basis van de Hogan vragenlijst. De score op de Horlacher test is leidend voor de uitkomst. Elk goed antwoord leidt tot een score van 1 punt. De score kan met 1 punt naar boven of naar beneden worden aangepast bij een hoge score (meer dan 75 op een schaal van 1 tot 100) of lage score (minder 25 op een schaal van 100) op de Hogan test. Als de portefeuillemanager een score heeft van 4 of lager dan moet hij/zij maatregelen nemen om de bias te beheersen.

Vraag	Meetmethode	Indicator	Norm
Is het teamlid onderhevig aan overconfidence?	Horlacher test+aanvullend Hogen vragenlijst	Score op Horlacher test + correctie score naar aanleiding van de Hogan test	score < of = 4

Subfactor 2.A.2 Affect heuristic.

Meetmethode om vast te stellen of de portefeuillemanager onderhevig is aan de affect heuristic

Voor het meten van de relatie tussen beelden, affect en besluitvorming wordt vaak een woordassociatie techniek gebruikt. Bij deze methode wordt een onderwerp gepresenteerd (bijvoorbeeld een sector op de beurs) en daarna wordt gevraagd aan de proefpersoon in een woord of een zeer korte zin, de eerste gedachte of het eerste beeld dat in de proefpersoon opkomt, te geven. De proefpersoon moet 4 associaties geven. Hierna wordt de proefpersoon gevraagd elk van deze associaties te scoren op een schaal variërend van zeer positief (bijv. +10) tot zeer negatief (bijv. -10), met een neutraal punt in het midden. De totaal score komt tot stand door de beoordelingen op te tellen teneinde een algemene index te verkrijgen.

MacGregor, Slovic et al (2000) voerden een onderzoek uit onder studenten in advanced business studies. Allereerst werd via de woordassociatie techniek vastgesteld of de studenten een affectieve relatie met een sector op de aandelenmarkt hebben. Vervolgens constateerden de onderzoeker dat de affectieve relatie zeer hoog correleerde met de waarschijnlijkheid dat zij in de sector zouden beleggen. Als gevraagd werd aan de studenten de performance in te schatten van deze ‘affect’ sectoren dan bleek deze laag gecorreleerd te zijn met de echte performance van de sectoren op de beurs.

De woordassociatie techniek kan gebruikt worden om toe te passen op de aandelen in de portefeuille waar de portefeuillemanager het meest van verwacht. De portefeuillemanager verwacht het meeste van

de aandelen in zijn/haar portefeuille met de hoogste weging ten opzichte van de benchmark. Met behulp van woordassociatie kan de auditor de affectieve relatie met deze aandelen meten. Ik definieer een hoge score op de algemene index van meer dan +10 op een schaal van -40 tot +40 bij 4 associaties.

Vraag	Meetmethode	Indicator	Norm
Het teamlid is onderhevig aan de affect heuristic	Woord associatie	Score op algemene index van woord associatie	Score op algemene index > +10 op een schaal van -40 tot +40 bij 4 associaties.

Subfactor 2.A.3. Cognitieve Dissonantie.

Meetmethode om vast te stellen of de portefeuillemanager onderhevig is aan cognitieve dissonantie

Er zijn diverse pogingen gedaan om cognitieve dissonantie te meten. Zowel met behulp van directe methodes door middel van meting zoals fysiologische waarnemingen als met behulp van indirecte methodes van meting zoals vragenlijsten (het meten van de evaluatie van de aankoop) of psychologische vragenlijsten (het meten van gevoelens van angst of juist behaaglijkheid). De methode Sweeny, Hausknecht and Soutar (2000) vind ik het best praktisch toe te passen. Sweeney et al komen met behulp van een surveymethode tot een schaal waarbij de factor emotie, de factor wijsheid van de aankoop en de factor zorgen over de aankoop gemeten kan worden. Op deze manier kan men tot een totaalscore voor de mate van cognitieve dissonantie na aankoop van een artikel komen. Deze methode is gebaseerd op de aankoop van consumentenproducten maar is niet getoetst voor aankoop van aandelen door beleggers. Ik heb geen goede methode weten te vinden waarmee cognitieve dissonantie kan worden gemeten.

Subfactor 2.A.4. Confirmation bias.

Meetmethode om vast te stellen of de portefeuillemanager onderhevig is aan confirmation bias

Uit onderzoek van Hergovich, A., Schott, R., & Burger, C. uit 2010 blijkt proefpersonen de resultaten van een onderzoek eerder accepteren als deze resultaten overeenkomen met hun eigen verwachtingen. Het onderzoek is gebaseerd op vragenlijsten. De confirmation bias is het soort bias waar mensen zichzelf nauwelijks bewust van zijn. Het goed invullen van deze vragenlijsten vraagt om zelfreflectie en deze zelfreflectie zal vaak anders uitvallen dan het daadwerkelijke geobserveerde gedrag. De "Wason discovery test uit 1960", die dient voor het vaststellen van de confirmation bias, blinkt wel uit in eenvoud en praktische toepasbaarheid en directe meetmethode, maar kwam in de jaren 80 en 90 onder vuur te liggen van onderzoekers (Klayman, J., & Ha, Y. W. (1989)). Kortom, ik heb geen goede methode weten te vinden waarmee de confirmation bias kan worden gemeten.

Subfactor 2.A.5. Groupthink.

Meetmethode om vast te stellen of de portefeuillemanager onderhevig zijn aan groupthink.

Baptist (2015) onderzocht welke factoren de waarschijnlijkheid van groupthink in de besluitvorming van een groep verhogen. Baptist voert een survey uit onder studenten, universiteit-staf, professionals en coaches. Hij vraagt de mening van participanten welke beschrijvingen indicatief zijn voor groupthink. Antwoorden kunnen variëren op een 5-puntschaal van "zeer mee eens tot zeer mee oneens". Baptist noemt in het artikel diverse voorbeelden van beschrijvingen, waarvan ik er hier enkele herhaal. Indicatief voor een hoge cohesie in de groep: "De groep communiceert een hoge mate van gedeelde interesse, "De groep concentreert zich meer op het bijeen blijven dan bij het nemen van de beste beslissing" en "Leden van de groep geven aan dat ze veel van dezelfde waarden delen". Indicatief voor conformiteit aan de groep: "Een groepslid is het vaak openlijk eens met de groepsbeslissing, hoewel hij/zij het daar privé niet mee eens was, "Een groepslid houdt zijn mening graag vaak voor zichzelf". De survey dient om de score

van de leden van de groep op de factoren, die groupthink identificeren, te bepalen. De belangrijkste factoren voor het identificeren van groupthink zijn 1. Inschatting van de eigen collectieve doelmatigheid. 2. Groepsvertrouwen (het vertrouwen van de groepsleden in elkaars kunde en integriteit) 3. Hoge cohesie in de groep 4. Conformereren individuen zich aan de mening van de groep. Een dergelijke surveymethode om groupthink te identificeren kan anoniem afgenomen worden, hetgeen een voordeel heeft om groupthink op het spoor te komen. Op basis van het artikel kan aan de hand van een vragenlijst de score worden bepaald op de genoemde factoren. De score loopt van 1 tot 100. Als de gemiddelde score hoger is dan 50 dan moet de portefeuillemanager maatregelen nemen om groupthink te voorkomen.

Vraag	Meetmethode	Indicator	Norm
Het team is onderhevig aan groupthink	Survey van Baptist	Score op factor 'collectieve doelmatigheid van de eigen groep'	Gemiddelde score op deze 4 factoren > 50
		Score op factor 'groepsvertrouwen'	
		Score op factor 'cohesie in de groep'	
		Score op de factor 'conformereren aan de groep'	

Subfactor 2.A.6. Anchoring bias.

Meetmethode om vast te stellen of de portefeuillemanager onderhevig is aan de anchoring bias

In het artikel Jacowitz and Kahneman, D. (1995), "Measures of anchoring in estimation tasks" wordt een veel gebruikte methode om het effect van anchoring vast te stellen, beschreven. Eerst wordt aan 50 personen gevraagd een schatting te maken van de hoogte van de Mount Everest. Het 15e percentiel van deze schatting wordt gebruikt als ankerwaarde voor de tweede groep, het 85ste percentiel als ankerwaarde voor de derde groep. Zoals verwacht komt de tweede groep met een gemiddelde dat laag en dicht in de buurt van 15e percentiel ligt terwijl de derde groep gemiddeld veel hoger schat en dicht bij het 85ste percentiel uitkomt. Op basis van het artikel kan een vragenlijst worden vastgesteld en score worden bepaald op de genoemde factoren. Als norm heb ik genomen dat de uitkomsten op een afstand liggen van niet meer dan 30% van de waarde van het referentiepunt.

Vraag	Meetmethode	Indicator	Norm
Het team is onderhevig aan anchoring	Experiment van Jacowitz en Kahneman	Afstand van uitkomsten ten opzichte van het referentiepunt	Uitkomsten liggen op een afstand niet meer dan 30% van de waarde van het referentiepunt

Subfactor 2.A.7. Halo-effect.

Meetmethode om vast te stellen of de portefeuillemanager onderhevig is aan het Halo-effect

Ik heb geen praktisch uitvoerbare meetmethode voor gevonden voor het meten van het halo-effect.

Subfactor 2.A.8. Loss aversion.

Meetmethode om vast te stellen of de portefeuillemanager onderhevig is aan

Loss aversion is te meten met

(a) keuzevraagstukken in echte of hypothetische spellen of scenario's en/of

(b) vragenlijsten over risicovolle situaties of persoonlijkheidskenmerken met betrekking tot risico's.

(c) computer gesimuleerde oefeningen als Balloon Analogue Risk Task (BART) zoals beschreven door Lejuez et al (2002), waarbij gemeten wordt hoe ver kandidaten bereid zijn te gaan bij het opblazen van virtuele ballonnen.

Een voorbeeld van (a) is het keuzevraagstuk waarbij de persoon kan kiezen uit twee opties: (1) een zekere uitkering van EUR 50 of (2) een uitkering met een kans van 50% op EUR 200 en een kans van 50% op EUR -100. Waar gaat de voorkeur naar uit?

Een voorbeeld van (b) is een populaire persoonlijkheidstesten op gebied van risicobereidheid: de Sensation Seeking Scale (SSS-V) beschreven door Zuckerman (2014). De SSS-V (gebaseerd op een Likert schaal) vraagt om keuzes te maken tussen zinnen als "Een verstandig persoon vermijdt activiteiten die gevaarlijk zijn" en "Ik doe soms dingen die een beetje beangstigend zijn".

Ik preferer (c) het BART experiment boven een vragenlijst en boven de keuzevraagstukken, vanwege de eenvoud en aangetoonde robuustheid. Ik definieer een te lage risico aversie als een score van minder dan 50 punten op een schaal van 1 tot 100. Bij een score van minder 50 moet de portefeuillemanager maatregelen nemen.

Vraag	Meetmethode	Indicator	Norm
Het teamlid is onderhevig aan loss aversion	Experiment BART	Score op de BART indicator	Score < 50 op de BART indicator

Subfactor 2.A.9. Sunk cost fallacy.

Meetmethode om vast te stellen of de portefeuillemanager onderhevig is aan de sunk cost fallacy

Het meten van de sunk cost fallacy kan aan de hand van interview. Voorafgaand aan het interview moet de auditor door middel van documentstudie vaststellen of er in de portefeuille een aandeel zit met een groot verlies ten opzichte van de kostprijs. In een aandeel met een hoge kostprijs ten opzichte van de huidige koers is veel geïnvesteerd. In het interview moet de auditor vragen stellen als : wat is de reden dat het aandeel nog steeds in portefeuille zit? Als de portefeuillemanager als antwoord geeft: ik heb er nu al zoveel geïnvesteerd, ik ga het nu niet meer verkopen dan is sprake van een sunk cost fallacy. Deze meetmethode voldoet niet aan mijn eis dat deze ook wordt toegepast of beschreven in een relevant wetenschappelijk artikel of boek.

Subfactor 2.A.10. Status quo bias.

Meetmethode om vast te stellen of de portefeuillemanager onderhevig is aan de Status Quo Bias

In hun landmark studie over de status quo bias, geven Samuelson en Zeckhauser (1988) hun proefpersonen die beschikken over een "working knowledge" van beleggen het volgende keuze probleem: je krijgt een erfenis van een oudoom en je hebt je keuze verkleind tot de volgende 4 beleggingsmogelijkheden. Je moet er 1 kiezen.

- 1. Aandelen van bedrijf XYZ, een bedrijf met een gemiddeld risicoprofiel.
- 2. Aandelen van bedrijf ABC, een bedrijf met een hoog risicoprofiel.
- 3. Overheidsobligaties
- 4. Kas

Afhankelijk van hun risicovoorkeur koos 32% van de proefpersonen voor aandeel XYZ, 32% voor aandeel ABC, 18% voor overheidsobligaties en 18% voor kas. Allemaal niet zo spannend. Maar vervolgens kregen

een andere groep proefpersonen in het tweede deel van het experiment, dezelfde keuze voorgelegd met één verschil : er werd een status quo gecreëerd, de portefeuille is al belegd in aandelen XYZ. 50% kiest voor optie 1. Als kas als de status quo werd voorgelegd, koos het merendeel voor kas. Men kan een soortgelijke casus voor leggen aan teamleden. Als meer dan 65% van de teamleden de default optie volgen dan is er sprake status quo bias in het team.

Vraag	Meetmethode	Indicator	Norm
Het teamlid is onderhevig aan status quo bias	Experiment van Samuelson en Zeckhauser	% keuze van teamleden voor default optie	meer dan 65% van de teamleden volgend de default opties

Bijlage 5 Datamatrix interview Portefuillemanagers en Managerselectors



Bijlage 5 Datamatrix interviews PM en MS

Toelichting: in deze datamatrix wordt de mening van de geïnterviewde portefeuillemanagers en managerselectors weergegeven onder PM1, PM2, MS1, MS2 en MS3. De cel is groen gekleurd als de geïnterviewde zich kan vinden in de Subfactor en het Criterium. De cel is rood gekleurd als dat niet zo is. Opmerkingen van de geïnterviewden zijn opgenomen onder commentaar.

Factor (Paragraaf)	Subfactor	Criterium	PM1	PM2	MS1	MS2	MS3	Commentaar
1. Beleggingsfilosofie (2.1)	1.A.1. De beleggingsfilosofie exploiteert een inefficiëntie.	De portefeuillebeheerder geeft aan dat hij inefficiëntie hij/zij najaagt						MS1: inefficiëntie moet wel onderbouwd worden, maar hoeft niet noodzakelijk kwantificeerbaar te zijn. MS2: het gaat om een rationeel proces, dat goed onder woorden gebracht moet worden.
		De inefficiëntie is aan te tonen						MS2: grondslag in de wetenschap of eigen onderzoek
	1.A.2. Een theorie verklaart het bestaan van de inefficiëntie.	Er is een theorie die het bestaan van deze inefficiëntie verklaart.						MS1: komt in de praktijk niet zo veel managers tegen die inefficiëntie onderbouwen met theorie, vind het wel goed als het gebeurt
	1.A.3. De strategie is uitvoerbaar.	De theoretische outperformance als gevolg van de inefficiëntie gaat niet in de praktijk verloren aan transactiekosten						Alle 5 akkoord
		De strategie heeft voldoende resources (bemensing)						Alle 5 geven aan dat een criterium voor de uitvoerbaarheid voldoende resources is. Als de manager een wereldwijde fundamentele small cap strategie heeft met 2 analisten dan is dat zeer ongeloofwaardig
	1.A.4. De strategie is intern consistent.	Bestaat er consistentie tussen de attributie-analyse en het resultaat?						Alle 5 geven aan dat het draait om overtuiging en om consistentie met die overtuiging MS2: het gaat om het hebben van een overtuiging en vast te houden aan die overtuiging MS3: het gaat er om dat de portefeuillemanager doet wat hij zegt te doen. Dat is goed te meten met attributie-analyses van stijkenmerken van de portefeuille. Managers kunnen de strategie marginaal veranderen/incrementeel veranderen, maar dan moeten ze wel overdacht veranderen. Ze moeten weten wat ze veranderen in de filosofie en waarom ze de filosofie veranderen. Ze moeten kunnen aangeven wat de invloed van de verandering op de strategie is, waarom ze denken dat de verandering kan werken.
		Bestaat er consistentie tussen de portefeuillekenmerken en de filosofie?						PM1, PM2 en MS2 geven aan dat een overzicht van relevante portefeuillekenmerken ook consistentie met een filosofie kan aantonen
	1.A.5. Een strategie kan gebaseerd zijn op meerdere beleggingsfilosofieën. Deze beleggingsfilosofieën mogen elkaar niet tegenwerken.	Er worden verschillende beleggingsfilosofieën gecombineerd binnen één strategie.						MS1: er zal altijd een filosofie leidend zijn
		Werken de verschillende beleggingsfilosofieën in een strategie elkaar tegen?						Alle 5 akkoord

Toelichting: in deze datamatrix wordt de mening van de geïnterviewde portefeuillemanagers en managerselectors weergegeven onder PM1, PM2, MS1, MS2 en MS3

De cel is groen gekleurd als de geïnterviewde zich kan vinden in de Subfactor en het Criterium. De cel is rood gekleurd als dat niet zo is.

Opmerkingen van de geïnterviewden zijn opgenomen onder commentaar

Factor (Paragraaf)	Subfactor	Criterium	PM1	PM2	MS1	MS2	MS3	Commentaar
2. Besluitvormingsproces (2.2)	2.A.1. Maatregel ter voorkoming van overconfidence	Houdt de portefeuillemanager rekening met alle kansen en bedreigingen?						De biases, de invloed op de besluitvorming en de maatregelen die men kan nemen op het tegen te gaan heb ik in zijn algemeenheid besproken. PM1: zegt er zich van bewust te zijn en geeft ook aan dat hij de bias in sommige besluiten 'overwint'. Hij vindt bewustwording belangrijk. Hij 'overwint' de biases door elke besluit goed te challengen en dicht bij de filosofie te blijven. Heeft nog nooit van een klant gehoord dat deze niet begrijpt waarom het aandeel in portefeuille zit. Daarmee onderbouwt hij de interne consistentie. PM2: zegt zich bewust te zijn van de biases en neemt maatregelen om deze te beheersen. Hij hanteert eenduidige beslisregels om te voorkomen dat het buikgevoel regeert bij de besluitvorming. Om overconfidence en de affect heuristisch te voorkomen, hanteert hij een verkoopdiscipline. Een verkoopdiscipline is een eenduidige norm en als deze wordt overschreden dan wordt het aandeel sowieso verkocht. Om groupthink, cognitieve dissonantie, confirmation bias en sociale conformiteit te voorkomen gebruikt hij het "challenger model". De belegger die verantwoordelijk is voor een deel van de portefeuille wordt 1-op-1 gekoppeld aan een challenger, die hem uitdaagt op de gevolgen van feiten en zijn mening. Vervolgens wordt het besluit van de belegger ook nog eens gedeeld in het gehele team. In de portefeuille van PM2 worden aandelen gelijk gewogen opgenomen, met een aanpassing voor het risico. Elk kwartaal vindt herbalancing plaats door de gewichten van de aandelen in portefeuille terug te brengen naar het oorspronkelijke gewicht. Aandelen met een goede performance worden verkocht en aandelen met een slechte performance bijgekocht om loss aversion te voorkomen. MS1: biases moeilijk te meten te zijn, het is niet gangbaar om dit bij managerselectie te doen; wel nuttig. Belangrijk in het echte besluitvormingsproces. Hoe komt de manager tot de selectie van aandelen. Challenges is belangrijk in maatregelen ter voorkoming van biases. Overtuiging die interne consistie met de beleggingsfilosofie aantoont is belangrijk. MS2: biases zijn moeilijk te meten, managers zullen er niet erg open voor staan om de biases te laten meten; MS2 stelt wel vragen over de groepsdynamiek, over besluiten die verkeerd hebben uitgepakt : wat heb je gemist in je analyse, hoe in dit in de toekomst te voorkomen, daarbij worden als antwoord soms ook biases genoemd. MS3: vindt het meten van biases belangrijk. Zou in de eerste lijn moeten gebeuren. Teams met een bias moeten extra op letten over de mogelijke gevolgen voor hun portefeuilles. De Chief Investment Officer moet in werking zetten dat dit gebeurt. Als de manager het gehele universum volgens zijn filosofie kan rangschikken en daarmee interne consistentie van de beleggingsfilosofie kan aantonen dan denkt dat MS3 dat deze manager minder onderhevig zal zijn aan biases.
	2.A.2. Maatregel ter voorkoming van de affect heuristiek	Houdt de portefeuillemanager rekening met uitkomsten uit het verleden bij vergelijkbare beslissingen?						
	2.A.3. Maatregelen ter voorkoming van cognitieve dissonantie	Wordt het voorgenomen besluit gechallenged door tenminste een ander teamlid						
	2.A.3. Maatregelen ter voorkoming van de confirmation bias	Wordt het voorgenomen besluit gechallenged door tenminste een ander teamlid						
	2.A.5. Maatregelen ter voorkoming van groupthink	Alle leden van het team stellen zich op als kritisch beoordeelaar van het besluit						
		De groepsleider geeft op voorhand geen voorkeur						
		De mening van een buitenstaander wordt geraadpleegd						
		Een groepslid wordt aangesteld als advocaat van de duivel						
		Teamleden stemmen onafhankelijk van elkaar						
		Besluit vindt plaats met meerderheid van stemmen						
	Aantal keren dat de beslissing op een later tijdstip nog wordt heroverwogen							
2.A.6. Maatregel ter voorkoming van anchoring bias.	Zijn de schattingen in cijfers voor de toekomst voldoende onderbouwd.							
2.A.7. Maatregel ter voorkoming van van het halo-effect?	Wordt het voorgenomen besluit gechallenged door tenminste een ander teamlid							
2.A.8. Maatregel ter voorkoming van loss aversion	Wordt er voldoende risico genomen in de portefeuille?							
2.A.9. Maatregel ter voorkoming van de sunk cost fallacy.	Wordt het voorgenomen besluit gechallenged door tenminste een ander teamlid?							
2.A.10. Maatregel ter voorkoming van de status quo bias	Wordt er actief gezocht naar alternatieve factoren of feiten?							

Toelichting: in deze datamatrix wordt de mening van de geïnterviewde portefeuillemanagers en managerselectors weergegeven onder PM1, PM2, MS1, MS2 en MS3

De cel is groen gekleurd als de geïnterviewde zich kan vinden in de Subfactor en het Criterium. De cel is rood gekleurd als dat niet zo is.

Opmerkingen van de geïnterviewden zijn opgenomen onder commentaar

Factor (Paragraaf)	Subfactor	Criterium	PM1	PM2	MS1	MS2	MS3	Commentaar
3. Beleggingsteam en cultuur van de organisatie (2.3)	3.A. Individuen binnen een beleggingsteam							
	3.A.1. De teamleden beschikken over goede intelligentie	Heeft het teamlid een hoge IQ?						PM1 : geeft aan dat je over een basis intelligentie moet beschikken. PM2 : als het gaat de hoogte van het IQ, haalt PM2 de superbelegger Warren Buffet aan: om een succesvol belegger te zijn moet je niet heel slim te zijn of over heel veel kennis te beschikken maar je moet een "sound investment framework" hebben en "you need to keep your emotions away from the framework in times that the framework is under pressure". Van tijd tot tijd realiseren ook goede beleggers underperformance, dan komt hun raamwerk onder druk te staan en dan is het heel belangrijk dat subfactor 1.A.3, wordt toegepast: blijf vasthouden aan je filosofie, aan een sound framework. En ga niet zwabberen. MS1: is een maatstaf waar hij naar kijkt, ook over de tijd
	3.A.2. De teamleden denken op lange termijn	Is de omloopsnelheid in de portefeuille laag?						MS3: belangrijk, moet ook lange termijn aansluiten bij de belangen van de klant. MS1, MS3: belegd zijn in eigen product wel goed.
	3.A.3. De teamleden stemmen eigen belang af op de belangen van de klant	Ontvangt het teamlid alleen een bonus bij outperformance?						
	3.A.4. De teamleden beschikken over vak kennis	Heeft het teamlid de opleiding voor Chartered Financial Analyst (CFA) succesvol afgerond?						Alle 5 geven aan dat vak kennis belangrijk is. PM1: portefeuillemanagers of analisten kunnen soms ook te veel kennis hebben en blijven dan hangen in details en missen de grote lijn. MS2: geeft aan dat het delen van vak kennis ook belangrijk is
	3.B. Beleggingsteam							
	3.B.1. Het team heeft taken en doelen	Zijn de taken en de doelen van het team duidelijk vastgelegd? Zijn de doelen betekenisvol?						MS1: het doel is altijd outperformance MS1: het is belangrijk dat de lijnen van besluitvorming niet te lang zijn. Individuele teamleden moeten zich vinden in het uiteindelijke resultaat
	3.B.2. Het team heeft duidelijke grenzen	Is duidelijk wie er behoort tot het team? Zijn de teamleden 100% van hun tijd werkzaam voor het team?						MS1: soms krijg je een lijst van 50 mensen. Het moet scherper gedemarkeerd worden, wie nu echt bij het team hoort en wie niet. Hoe duidelijker je begrenst hoe beter MS1: vraagt naar tijdallocation van leden van het team. Je moet verouwen dat dit klopt. Je kan wel de tijdsallocation van managers naast elkaar zetten en vergelijken.
3.B.3 Binnen het team zijn de beslissingsbevoegdheden duidelijk belegd	Is duidelijk afgesproken of vastgelegd wie gaat over welke beslissing?						MS1: belangrijk. Het moet duidelijk vastliggen, bijvoorbeeld in de belegginspresentaties	
3.B.4. Het team is stabiel	Is het verloop in het team hoog?						PM1, PM2, MS1, MS2, MS3: heel belangrijke punten van aandacht	
3.B.5. Omvang van the team	Is de omvang van het team optimaal?						MS1: het uitendelijke beslissingsforum moet beperkt zijn.	
3.B.6. Diversiteit	Is de cognitieve diversiteit voldoende? Is er voldoende diversiteit in persoonlijkheidsprofielen						De meerderheid benadrukt de cognitieve diversiteit	
3.B.7. Teamleden voelen zich veilig om hun mening te geven	Voelen de teamleden zich veilig? Voelen de teamleden zich gehoord?						MS1: moeilijk te meten, gevaar voor sociaal wenselijkheid bij directe vraag. MS2: in de vorm van arbeidssatisfactie onderzoek heeft MS2 er geen toegang toe. Binnen een bedrijf gaat dat wellicht makkelijk zijn als de uitkomsten niet herleidbaar zijn naar 1 persoon.	
3.B.8. Teamleden zijn onderlinge afhankelijk van elkaar	Zijn de targets, op grond waarvan de bonus wordt bepaald, collectief of individueel?						MS1 : groep is belangrijk. Je wil dat mensen mensen als een team opereren, voor de stabiliteit van het team en omdat het synergieën op levert. Je wil dat teamleden zich op groep focussen voor kennisoverdracht en continuïteit. Maar er moet ook een individueel element inzitten. je wil niet dat teamleden achterover gaan leunen en zich gaan verschuilen achter teamleiders. MS3 : collectief belangrijkst. Een deel reserwen voor analisten op hun eigen aanbevelingen, als dat mogelijk is. Meest senior mensen worden afgerekend op het totaal resultaat.	
3.C. Cultuur op de beleggingsafdeling								
3.C.1. De cultuur op de afdeling waar het team actief is	Is de dominante cultuur "adhocratie"? Is de tweede cultuur "familie" na "adhocratie"?						Alle 5 zeggen dat adhocratie de cultuur is waarin de belegger het best gedijt. PM1: zegt dat familiecultuur is verschoven naar marktcultuur. Te veel marktcultuur is niet goed.	

Bijlage 6 Datamatrix interviews met Internal Auditors



Bijlage 6 Datamatrix
interviews IA

Hoofdstuk 4 Interview met IA's over beleggingsfilosofie

		Sommatie				
		praktische toepasbaarheid		kwaliteit		
Factor (Paragraaf)	Subfactor	capaciteit	competentie	valide	betrouwbaar	Commentaar
1. Beleggingsfilosofie (2.1)	1.A.1. De beleggingsfilosofie exploiteert een inefficiëntie.	3	3	3	3	
		3	3	3	3	
	1.A.2. Een theorie verklaart het bestaan van de inefficiëntie.	3	3	3	3	
		3	3	3	3	
	1.A.3. De strategie is uitvoerbaar.	3	3	3	3	
		3	3	3	3	
	1.A.4. De strategie is intern consistent.	0	3	3	3	Geen goede tooling aanwezig
		3	3	3	3	
	1.A.5. Een strategie kan gebaseerd zijn op meerdere	3	3	3	3	
		3	3	3	3	

Hoofdstuk 4 Interview met IA's over besluitvormingsproces

		Sommatie					
		praktische toepasbaarheid		kwaliteit			
Factor (Paragraaf)	Subfactor	capaciteit	competentie	valide	betrouwbaar	Commentaar	
2. Besluitvormingsproces (2.2)	2.A.1. Maatregel ter voorkoming van overconfidence	3	3	3	3		
	2.A.2. Maatregel ter voorkoming van de affect heuristiek	3	3	3	3		
	2.A.3. Maatregelen ter voorkoming van cognitieve dissonantie		3	3	3	1	Documentanalyse alleen is onvoldoende; observatie of interview toevoegen
			2	2	2	2	
	2.A.4. Maatregelen ter voorkoming van de confirmation bias		3	3	3	1	Documentanalyse alleen is onvoldoende; observatie of interview toevoegen
			2	2	2	2	
	2.A.5. Maatregelen ter voorkoming van groupthink		3	3	3	3	
			3	3	3	3	
			3	3	3	3	
			3	3	3	1	Documentanalyse alleen is onvoldoende; observatie of interview toevoegen
			2	2	2	2	
			3	3	3	1	Documentanalyse alleen is onvoldoende; observatie of interview toevoegen
			2	2	2	2	
			3	3	3	1	Documentanalyse alleen is onvoldoende; observatie of interview toevoegen
	2.A.6. Maatregel ter voorkoming van anchoring bias.	3	3	3	3		
	2.A.7. Maatregel ter voorkoming van van het halo-effect?		3	3	3	1	Documentanalyse alleen is onvoldoende; observatie of interview toevoegen
			2	2	2	2	
	2.A.8. Maatregel ter voorkoming van loss aversion	3	3	3	3		
	2.A.9. Maatregel ter voorkoming van de sunk cost fallacy.		3	3	3	1	Documentanalyse alleen is onvoldoende; observatie of interview toevoegen
			2	2	2	2	
2.A.10. Maatregel ter voorkoming van de status quo bias	3	3	3	3	Documentanalyse alleen is onvoldoende; observatie of interview toevoegen		

Hoofdstuk 4 Interview met IA's over beleggingsteam en cultuur van de organisatie

Factor (Paragraaf)	Subfactor	Sommatie				Commentaar
		praktische toepasbaarheid		kwaliteit		
		capaciteit	competentie	valide	betrouwbaar	
3. Beleggingsteam en cultuur van de organisatie (2.3)	3.A. Individuen binnen een beleggingsteam					
	3.A.1. De teamleden beschikken over goede intelligentie	3	3	2	3	
	3.A.2. De teamleden denken op lange termijn	3	3	3	3	
	3.A.3. De teamleden stemmen eigen belang af op de belangen van de klant	3	3	3	3	
	3.A.4. De teamleden beschikken over vakkennis	3	3	1	1	
		3	3	3	3	
	3.B. Beleggingsteam					
	3.B.1. Het team heeft taken en doelen	3	3	3	3	
		3	3	3	3	
	3.B.2. Het team heeft duidelijke grenzen	3	3	3	3	
		3	3	3	3	
	3.B.3 Binnen het team zijn de beslissingsbevoegdheden duidelijk	3	3	3	1	
		2	2	2	2	
	3.B.4. Het team is stabiel	3	3	3	3	
	3.B.5. Omvang van the team	3	3	3	3	
	3.B.6. Diversiteit	3	3	3	3	
		3	3	3	3	IA1, IA2, IA3 vinden het meten van diversiteit aan de hand van CV te beperkt. Diversiteit ook te meten is aan de hand van kleurentest (managementdrives)
	3.B.7. Teamleden voelen zich veilig om hun mening te geven	3	3	3	3	Arbeidsatisfactie onderzoek is alleen toegankelijk als deze niet herleidbaar is op individuele teamleden
		3	3	3	3	
	3.B.8. Teamleden zijn onderlinge afhankelijk van elkaar	3	3	3	3	
	3.C. Cultuur op de beleggingsafdeling					
	3.C.1. De cultuur op de afdeling waar het team actief is	3	3	3	2	IA2 vindt vragenlijst onbetrouwbaar. In vragenlijst kunnen ook sociaal wenselijke antwoorden worden ingevuld
		3	3	3	2	IA2 vindt vragenlijst onbetrouwbaar. In vragenlijst kunnen ook sociaal wenselijke antwoorden worden ingevuld