



Foto: Archief Morgan Stanley

Karin Russell-Wiederkehr

HET HOE EN WAAROM VAN TRANSITIEMANAGEMENT

Door Karin Russell-Wiederkehr, Executive Director, Morgan Stanley & Co. International London

In dit artikel gaan we nader in op de aspecten die van belang zijn bij transitie management. Bij transitie management moet er zo goed en (kosten-) efficiënt als mogelijk van de ene naar de andere beleggingsportefeuille worden overgegaan. De volgende aspecten komen aan bod:

- Wat is transitie management?
- De taak van een transitie manager
- Praktijkvoorbeeld

Wat is transitie management?

Transitie management is een dienst die door institutionele beleggers wordt gebruikt om een beleggingsportefeuille opnieuw in te richten. Bij een dergelijke aanpassing kunnen meerdere managers, meerdere effecten (bijvoorbeeld obligaties, aandelen, derivaten) en diverse rechtspersonen betrokken zijn. Vanwege de vele verschillende aspecten, moeten transitie managers thuis zijn op allerhande vlakken, zoals projectmanagement en transactie- en risicomanagement. Aangezien transitieprojecten voortdurend complexer worden en beleggers steeds vaker besluiten tot herinrichting van portefeuilles, hebben banken (of vermogensbeheerders) speciale transitie management-teams gevormd.

Vele redenen kunnen aanleiding geven tot herinrichting van een beleggingsportefeuille. Bijvoorbeeld:

- Herbalanceren van de asset mix
- Vervanging van vermogensbeheerders

De taak van een transitie manager

Wanneer een beleggingsportefeuille opnieuw moet worden ingericht, zou men idealiter de aanpassingen onmiddellijk na het nemen van de beslissing kosteloos willen doorvoeren. Helaas blijkt dat transities niet alleen tijdrovend zijn, maar ook investerings- en operationele risico's en kosten met zich meebrengen. Kostenposten zijn onder andere:

- a) Rendementsverschil (tussen de oude en nieuwe beleggingen)
- b) Marktimpact (grote handelsvolumes kunnen invloed hebben op de marktprijs)
- c) Commissies en belastingen

Het is de taak van de transitie manager om de herinrichting zo efficiënt mogelijk door te voeren en daarbij risico's en kosten zoveel mogelijk te beperken. Hij is verantwoordelijk voor:

- Behoud van beleggingswaarde en instandhouding van marktexposure
- Kostenminimalisatie
- Minimalisering van operationele risico's
- Efficiënte en eenvoudige implementatie

Praktijkvoorbeeld

Ons praktijkvoorbeeld betreft de herinrichting van een effectenportefeuille van een Europese belegger.

Het hoofddoel was het vervangen van een long/short-strategie (110/10, waarbij over- en onderwegingen van maximaal 10% toegestaan zijn) door

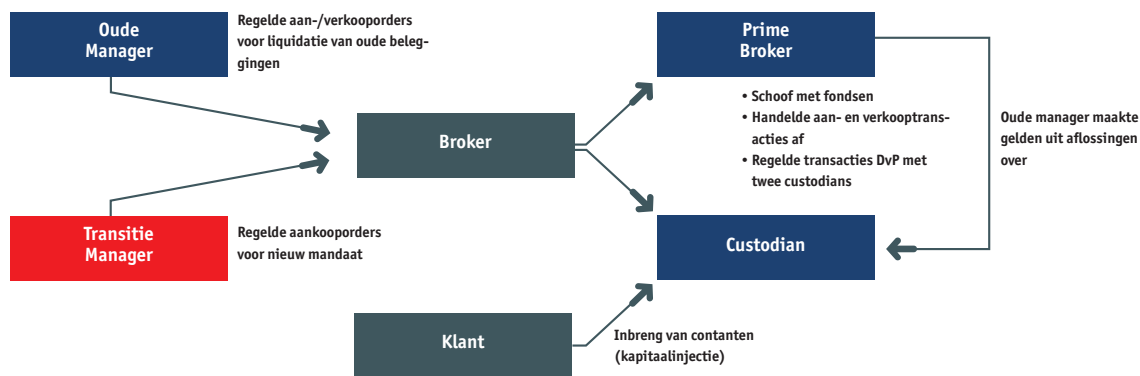
een passief beleggingsbeleid. Dit betekende dat er een nieuwe manager moest komen, die bovendien een ruimer mandaat zou krijgen. De benodigde extra gelden werden bijeengebracht via gedeeltelijke liquidaties van beleggingsfondsen.

Het transitieproces begon met de ontwikkeling van het transitieplan tijdens de eerste, altijd uiterst belangrijke fase: planning en coördinatie. Hierbij vond intensief overleg plaats met de klant, zijn custodian en managers.

Vervolgens werd een vooranalyse van de transitie gemaakt op basis van het wensenpakket van de nieuwe manager en de erfenis van de oude manager. Hierbij wordt bepaald welke activa moeten worden verkocht, aangekocht of behouden en wordt tevens bepaald welke beleggingsrisico's (bijvoorbeeld verschuivingen qua sector of land) er kleven aan de effectentransacties en wat de totale kosten zouden kunnen zijn. Daarna hebben we ook de implementatiemogelijkheden de revue laten passeren, zowel vanuit commercieel als operationeel oogpunt.

Bij een standaard transitie worden de oude beleggingen eerst ondergebracht op een speciale transitierekening bij de custodian van de klant. Deze activa worden vervolgens herschikt en daarna doorgezet naar de rekening van de nieuwe manager.

In het onderhavige geval waren er echter niet alleen longposities, maar



ook shortposities. Aangezien het beheer van zulke posities alleen is weggelegd voor prime brokers, konden deze niet op de transitierkening worden geplaatst. Dit riep vragen op en bracht risico's met zich mee, die zorgvuldig moesten worden ingeschat. Dit resulteerde in twee opties:

- 1) Gebruik de transitierkening bij de custodian en draag alleen longposities uit de oude portefeuille over.
 - De manager van de oude portefeuille moet dan eerst de shortposities afdekken alvorens de longposities over te dragen.
- 2) Laat de manager van de oude portefeuille alle activa omzetten in contanten via de broker.
 - In dit geval geeft de manager van de oude portefeuille de broker op de dag van de transitie opdracht om over te gaan tot volledige liquidatie van de portefeuille en ook te fungeren als broker voor de nieuwe portefeuille.

Uiteindelijk is gekozen voor de tweede optie, omdat deze zowel qua beleggings- als operationeel risico het meest efficiënt leek. De structuur zag er als volgt uit: (zie figuur hier boven).

De belangrijkste overwegingen waren:

- Shortposities uit de portefeuille verwijderen voorafgaand aan de transitie zou in strijd kunnen zijn met de statuten van het fonds.
- Eerst shortposities uit de portefeuille verwijderen zou bovendien verkoop van longposities

noodzakelijk hebben gemaakt om genoeg contanten te genereren om de posities af te dekken. Dit zou dan gepaard zijn gegaan met actieve selectie van effecten (om de crossrate niet nadelig te beïnvloeden), met alle risico's vandien voor de klant.

- Bepaalde fondsen konden van de oude naar de nieuwe portefeuille worden geschoven.

Een ander belangrijk aspect was het beheren van het marktrisico. Als onderdeel van een tactische herpositionering, wilde de klant een significante onttrekking doen uit Japanse aandelen en een kleine onttrekking uit Europese aandelen. Doelstelling was om met de vrijgekomen middelen een investering te doen in een Noord Amerikaans aandelenmandaat.

Van cruciaal belang is het zodanig afstemmen van de transactie en settlement data dat de klant op geen enkel moment hetzij 'onder' dan wel 'over' belegd was. Dit was hier lastig vanwege de verschillende tijdszones. Om dit risico te beheersen werd, in overleg met de klant, gekozen om dit tijdsverschil te overbruggen door het gebruik van ETF's in de executiestrategie. Op deze manier had de klant gedurende de implementatieperiode, constante exposure naar de markt. Dit werd geïmplementeerd door gelijktijdig met de verkoop van de Japanse aandelen SPDR ETF's (deze instrumenten geven exposure naar Amerikaanse aandelen) aan te kopen, zodat de klant toch

marktexposure had tussen het moment dat de Japanse markt sloot en de Amerikaanse markt open ging. Bij het openen van de Amerikaanse markt werd de hedge geliquideerd, gelijktijdig met het aankopen van de Amerikaanse aandelen.

Tijdens de implementatiefase werden de transacties voorbereid en uiteindelijk uitgevoerd door de handelsdesk. De handelsstrategie was van tevoren afgestemd met de klant, alsmede de benchmark waartegen de transitie manager beoordeeld zou worden. Afwikkeling en verslaglegging vormden het laatste stadium van deze transitie. Bij de afwikkeling is zorgvuldige planning en begeleiding vereist om eventuele kosten te vermijden. De verslaglegging behelst een kwalitatieve en kwantitatieve analyse van de transitie. Deze leverde in dit geval geen verrassingen op, omdat alles transparant en volgens het vooraf opgestelde transitieplan verliep.

De toegevoegde waarde van een gespecialiseerde transitie manager

De praktijk van een transitie brengt veel details met zich mee. Het niet onderkennen hiervan kan leiden tot ongewenste transactiekosten, hoofdzakelijk als gevolg van marktimpact, of van een mogelijke tracking error tussen gewenste exposure en gerealiseerde exposure. Dit artikel en bijbehorend praktijkvoorbeeld beogen aan te tonen dat zorgvuldig overwogen dient te worden of bij bepaalde transities de inzet van gespecialiseerde transitie managers toegevoegde waarde kan hebben. «