

VOORZITTER

Peter Kolthof, *Avida International*

DEELNEMERS

Eric Huizing, *Ahold Pensioenfondsen*

Hans Kestens, *diverse pensioenfondsen*

Johan de Kruijf, *Pensioenfondsen UWV*

Piet Molenaar, *diverse pensioenfondsen*

Dries Nagtegaal, *diverse pensioenfondsen*

Anton van Nunen, *diverse pensioenfondsen*

Christiaan Tromp, *diverse pensioenfondsen*

Foto's: Ruben Eshuis Fotografie



KERNTAAK VAN DE FIDUCIAIR IS KENNISOVERDRACHT

Door Hans Amesz

De meeste pensioenfondsen maken op de een of andere manier gebruik van een fiduciair manager. Uiteindelijk is fiduciair management een instrument om je doelstellingen als pensioenfondsbestuur te realiseren.



Heeft fiduciair management zich in Nederland als concept zo langzamerhand uitgekristalliseerd?

Anton van Nunen: 'Na vijftien jaar ervaring heeft het onderhand wel een vaste vorm aangenomen: de onderdelen vormen een goede structuur. Er is echter een soort cafetariasysteem ontwikkeld, waarbij pensioenfondsen ervoor kiezen welke onderdelen van het concept zij door de fiduciair laten uitvoeren. Sommige fondsen gaan, zoals dat heet, voor de volle breedte; andere willen ook onderdelen zelf doen. In dat laatste geval is uitstekende coördinatie een voorwaarde voor succes.'

Piet Molenaar: 'Het fiduciair concept is nadrukkelijk veranderd van het zomaar overgeven van activiteiten aan een derde partij in een zogenoemd cafetariasysteem, waarbij de verschillende activiteiten wel of niet worden afgenomen. In

welke mate een pensioenfondsen diensten van een fiduciair manager afneemt, is sterk afhankelijk van wat een pensioenfonds zelf kan, in hoeverre het in staat is de nodige kennis en ervaring in huis te halen.'

Christiaan Tromp: 'Er zijn nogal wat pensioenfondsen die geen bestuursbureau of bijvoorbeeld een directeur pensioenfondsen hebben maar wel een fiduciair manager. Dan vraag ik me af wie de fiduciair controleert of monitort?'

Van Nunen: 'De ontwikkeling van bestuursbureaus is over het algemeen een ramp. Veel bestuursbureaus stellen bepaalde zaken aan de orde bij het bestuur, kopiëren informatie die is opgehaald bij de fiduciair en geven die door: ze kosten tijd en geld en voegen in zijn algemeenheid niets toe.'

> **Peter Kolthof** is sinds 2015 partner bij Avida International. Hij heeft in de vele jaren dat hij werkzaam is in de pensioensector (onder andere bij SAMCo en als zelfstandig consultant) ruime kennis en ervaring opgedaan op het gebied van risicomanagement en vermogensbeheer, van strategie tot implementatie. Kolthof treedt regelmatig op als gastdocent aan de Universiteit Nyenrode over onderwerpen als balanssturing, risicomanagement en (fiduciaire) managerselectie. Hij volgde een opleiding in Econometrie en Fiscaal Recht en deed daarnaast aanvullende opleidingen op onder meer Harvard Business School en Nyenrode.





> **Eric Huizing** heeft Bedrijfseconomie gestudeerd aan de Universiteit van Amsterdam en daarna de VBA-opleiding afgerond. Na functies bij de Optiebeurs in Amsterdam en Aegon Asset Management in Den Haag werkt Huizing bij Ahold Pensioenfondsen in Zaandam als Manager Beleggingen. Vanaf 1 januari 2017 is hij uitvoerend bestuurder vermogensbeheer en voorzitter van de Beleggingsadviescommissie. Sinds medio 2015 is hij bestuurslid bij Pensioenfondsen UWV en lid van de Commissie Beleggingen en Balansbeheer.

Dries Nagtegaal: 'Fiduciair management is uiteindelijk niet meer dan een instrument om je doelstelling als bestuur van een pensioenfonds te realiseren. Het is niet noodzakelijk om een fiduciair manager aan te stellen, diverse pensioenfondsen houden het bij een beleggingscommissie. Ik denk dat de verschijningsvormen van fiduciair management over vijf jaar heel anders zullen zijn dan op dit moment.'

Eric Huizing: 'Een pensioenfondsbestuur legt zijn doelstelling vast. Vervolgens legt het taken, verantwoordelijkheden en bevoegdheden vast. Het is heel belangrijk dat het bestuur zich daar senang bij voelt.'

Van Nunen: 'Het bestuur blijft voor bijna alles verantwoordelijk. Er wordt een fiduciair ingehuurd voor advies en implementatie. That's it, eigenlijk heel eenvoudig. Daar heb je geen bestuursbureau voor nodig, wel een goede beleggings(advies)commissie als countervailing power.'

Hans Kestens: 'Tussen het bepalen van de beleggingsstrategie en het kopen van verschillende assets, zit een heel proces. Het gaat erom dat proces op effectieve wijze in stukken te knippen. Op een van die stukken kan het etiket 'fiduciair management' geplakt worden, daarbij gaat het om activiteiten die altijd zullen moeten plaatsvinden.'

Johan de Kruijf: 'Hoe ver wil je gaan wat betreft de taken van de fiduciair? Als die zich niet alleen met vermogensbeheer maar bijvoorbeeld ook met de administratie bezighoudt, is het voor een bestuur moeilijker om een tegenkracht te organiseren. Hoe integraler de dienstverlening, hoe moeilijker je een bestuursbureau kunt loslaten.'

Tromp: 'Als je een model hebt met uitvoerende bestuurders, dan kunnen die de countervailing power ten opzichte van de fiduciair voor hun rekening nemen. Zo niet, dan wordt het lastiger. Het is met name van belang de fiduciair op zijn taken te monitoren en de discussie ten aanzien van zijn adviezen aan te gaan. Hiervoor is een adequate countervailing power een noodzaak vanuit het bestuur en/of de directeur van het pensioenfonds.'

Van Nunen: 'Er is een taakverdeling tussen enerzijds de fiduciair die de implementatie voor zijn rekening neemt en anderzijds de custodian, die de rapportage misschien niet zelf doet maar wel het benodigde materiaal aanlevert. Met een goed bemande beleggingsadviescommissie moet je het hele spectrum kunnen bestrijken.'

Nagtegaal: 'Het gaat er, ongeacht welk bestuursmodel je hebt, in essentie om of het beleggingsproces goed georganiseerd is en hoe je dat optimaal kunt borgen. Of daar al dan niet een fiduciaire partij bij betrokken is, is dan ook niet zo heel erg relevant.'

Hoe verhoudt fiduciair management zich volgens jullie tot integraal balansbeheer en LDI (Liability Driven Investing)?

Kestens: 'Je moet ervoor zorgen dat de verschillende verantwoordelijkheden goed van elkaar gescheiden zijn. Als er tussen de stappen in het beleggingsproces – van de strategie tot het balansmanagement en de invulling van het LDI-stuk – een goede cesuur zit, kun je dat aan één manager uitbesteden. Je ziet vaak dat er, om die scheiding goed te bewerkstelligen, met verschillende managers wordt gewerkt. Ik ben daar geen voorstander van, want dat betekent alleen maar dat je als bestuur een grote verantwoordelijkheid hebt met betrekking tot interface management, wat in feite niets toevoegt.'

Tromp: 'Het is wel zaak om belangenverstrengeling of de schijn daarvan goed in de gaten te houden en te adresseren. Ook voor een fiduciair is het lastig om twee heren te dienen.'

Molenaar: 'Een fiduciair manager voert in belangrijke mate de regie over de uitvoering van verschillende onderdelen van het beleggingsproces, maar daar hoort niet noodzakelijkerwijs bij dat de fiduciair het integraal balansbeheer en LDI zelf uitvoert. Het is moeilijk organisaties te vinden die op alle terreinen best in class zijn. Je kunt dus heel goed tegen een fiduciair zeggen: we moeten voor integraal balansbeheer en LDI de beste managers zoeken, maar we houden jou verantwoordelijk voor het aansturen daarvan.'

Van Nunen: 'Balansmanagement betekent risicobeheersing. Je brengt je risico's in kaart en aan de hand daarvan stel je je beleggingsbeleid op. Daarbij is de adviserende rol van de fiduciair uitermate belangrijk. Een groot onderdeel van het risicobudget is het al dan niet afdekken van de verplichtingen. Afdekken is een keuze, daarom spreek ik liever van 'liability aware' dan van 'liability driven'. LDI is een verpakking geworden waarmee asset managers weer een afzetgebied hebben gecreëerd.'

Nagtegaal: 'Er moet een onderscheid worden gemaakt tussen advies en uitvoering. Als bestuur moet je borgen dat de uitvoering voldoende onafhankelijk wordt gedaan. De uitvoering kan (deels) wel bij dezelfde organisatie liggen indien de onafhankelijkheid goed wordt geborgd.'

Van Nunen: 'In zijn algemeenheid geldt dat het gevaarlijk is als een fiduciair uitvoert wat hij zelf heeft geadviseerd. Maar bij LDI is dat eigenlijk per definitie niet het geval, omdat de uitvoering heel dicht bij de advisering ligt.'

Molenaar: 'Je kunt een hele goede strategische adviseur zijn, maar dat hoeft helemaal niet te betekenen dat je ook de beste uitvoeringsmogelijkheden hebt.'

Tromp: 'Ook hierbij moet je de schijn van belangenverstrengeling goed in de gaten houden. Het moet niet op voorhand zo zijn dat de fiduciair ook balansbeheer en LDI verzorgt.'

Huizing: 'LDI wordt steeds meer een commodity. Er zijn veel aanbieders, die je goed met elkaar kunt vergelijken.'

Moet een pensioenfonds het beheer van het renterisico neerleggen bij de fiduciair?

Van Nunen: 'Dat kan heel goed, want het gaat, zeker in de uitvoering, om een hoogtechnische aangelegenheid. Het renterisico is het grootste risico in je portefeuille en om dat te beheren moet je de beste krachten inzetten, één platform hebben en de lijnen zo kort mogelijk houden. Advisering op dit gebied gaat tot op detailniveau en de implementatie is dan nog maar een kleine stap.'

Molenaar: 'Voor advies en voor het definiëren van de strategie zal een pensioenfonds waarschijnlijk gebruikmaken van de diensten en capaciteiten van een fiduciair. De implementatie daarvan zal in veel gevallen door deze fiduciair manager worden uitbesteed.'

Kestens: 'Als je de strategische componenten goed bespreekt en ook monitort, dan kun je de vervolgstappen, de implementatie daarvan, heel goed delegeren. Hoe je allerlei activiteiten besluit op te knippen hangt onder meer samen met de omvang van het pensioenfonds, wie je inhuurt, enzovoort.'

Nagtegaal: 'Het is met name de taak van de voorzitter van het pensioenfondsbestuur om ervoor te zorgen dat de strategische componenten besproken worden en niet alleen de technische details, wat nog te vaak gebeurt.'

Kestens: 'Je ziet vaak dat de operationele component veel tijd en aandacht van het bestuur vraagt. Het risico bestaat dat de aandacht voor de strategische component daaronder lijdt.'

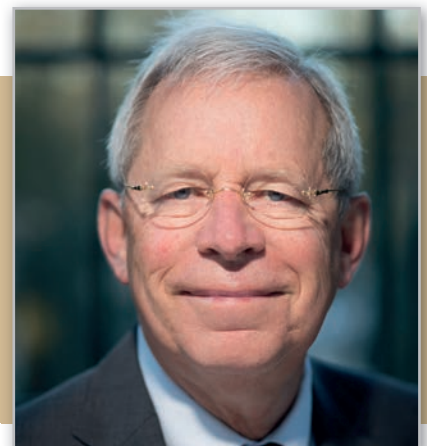
Van Nunen: 'De verantwoordelijkheid voor de strategie ligt bij het bestuur, dat is duidelijk. Een slechte strategie kan niet door een uitstekende implementatie ondervangen worden. Als de strategie verkeerd is, kan dat nooit meer goedge maakt worden. Daaraan moet dus de meeste tijd worden besteed.'

Hoe houd je als pensioenfonds de transactiekosten in de hand bij LDI en hoe voorkom je dat er onnodig gehandeld wordt?

Huizing: 'De vraag is: wat wil je als pensioenfonds bereiken en hoe? Daar moet het bestuur helder over nadenken en zich goed over laten adviseren. Uiteindelijk neem je een beslissing, die wordt vastgelegd in een contract en die moet goed worden gemonitord. Er moet veel in detail worden vastgelegd om te voorkomen dat er op jouw rekening te veel gehandeld wordt.'

Molenaar: 'Daar staat tegenover dat naarmate de mandaatrichtlijnen strakker gedefinieerd zijn, het risico van een hoge turnover toeneemt, omdat een vermogensbeheerder natuurlijk veel meer transacties moet doen om strikt bij het

> **Hans Kestens** is voorzitter van het bestuur bij Bpf Particuliere Beveiliging en bestuurder bij Pensioenfonds Woningcorporaties. Daarnaast vervult hij een aantal commissariaten. In het verleden was Kestens lid van de Raad van Bestuur van Zorgverzekeraar VGZ en Univé Verzekeringen. Ook was hij financieel directeur bij Delta Lloyd en directeur beleggingen bij Achmea. Belangrijke aandachtsgebieden zijn Governance en Vermogensbeheer. Kestens begon zijn loopbaan bij KPMG en Sara Lee/DE. Hij behaalde zijn doctoraal Bestuurlijke Informatica aan de Rijksuniversiteit Groningen.





> **Johan de Kruijf** is bestuurslid van Pensioenfonds UWV. Hij was onder andere voorzitter ad interim van het fonds en voorzitter van de beleggingscommissie. Vanuit die laatste functie was hij intensief betrokken bij de inrichting van de fiduciaire relatie met AGI. Anno 2017 fungeert De Kruijf als bestuurlijke countervailing power bij het beleggingsbeleid van het fonds en als voorzitter van de commissie Audit Finance & Risk.

mandaat te blijven. Als er een klein beetje meer ruimte wordt gegeven, bijvoorbeeld door een ander soort benchmark te definiëren, kan de turnover beter beheerst worden.'

Huizing: 'Mijn praktijkervaring leert dat een goede vermogensbeheerder bij te strakke richtlijnen zijn vinger opsteekt en zegt: hier kan ik niet mee werken.'

De Kruijf: 'Belangrijk is hoe een nieuwe opdracht feitelijk verstrekt wordt. Ga je als pensioenfonds min of meer mee met de contractbepalingen van een willekeurige vermogensbeheerder en voeg je je naar diens cultuur, of ga je juist nadrukkelijk nadenken over de manier waarop je het voor jezelf geregeld en geharmoniseerd wilt hebben? Dan win je als het ware een stuk complexiteitsreductie en kun je redelijk goed borgen dat jouw processen beheerst blijven.'

Tromp: 'De guidelines voor een LDI-portefeuille zijn over het algemeen strikt. Dat leidt tot kostenverhoging. Ik vraag me wel eens af wat het voor zin heeft om met je matching-portefeuille precies de liabilities te gaan volgen. De beslissing voor en de onderbouwing van het percentage van de renteafdekking zijn vele malen belangrijker. Daarnaast heb je ook al een return-portefeuille die aardig wat afwijkingen vertoont ten opzichte van de verplichtingen.'

Molenaar: 'En het grootste risico vormen de verplichtingen die je niet hebt afgedekt.'

Van Nunen: 'Je moet een afweging maken tussen het detailniveau waarop je wilt sturen en de kosten die daar dan bij horen. Nauwere sturing kost meer. Onnodige transactiekosten moeten leiden tot ontslag van de beheerder.'

Hoe zorg je ervoor dat de fiduciair manager niet een te dominante rol krijgt omdat hij eigenlijk alles ziet en controleert?

Van Nunen: 'Je moet de fiduciair manager kunnen vertrouwen. Ik ben niet zo bang voor een dominante rol van de fiduciair, het bestuur moet zorgen voor voldoende countervailing power.'

De Kruijf: 'Een bestuur kan wat betreft het operationele proces – de implementatie en monitoring – heel veel overlaten aan de fiduciair, maar dat geldt niet voor het strategische proces. Op dat gebied moet een goede countervailing power georganiseerd worden, waarbij het niet gaat om vertrouwen maar om checks and balances. Desnoods haal je er iemand bij die tegengas richting de fiduciair kan geven. Als je bij het strategische proces de fout in gaat, heb je echt een probleem.'

Molenaar: 'De monitoring en rapportage moeten, hoe je je proces ook hebt ingericht, door een onafhankelijke partij gedaan te worden.'

Nagtegaal: 'Op zich is het geen probleem als een fiduciair dominant is, mits er voldoende tegengas wordt gegeven en hij voldoende toegevoegde waarde voor het pensioenfonds levert.'

Van Nunen: 'De beleggingsadviescommissie moet voor voldoende countervailing power zorgen.'

Molenaar: 'Er moet zoveel informatie op tafel komen voordat de beleggingsadviescommissie zijn werk kan doen, dat je daarvoor een extra orgaan, een bestuursbureau of hoe je het ook wil noemen, nodig hebt.'

Tromp: 'Belangrijk is dat het bestuur erop let dat er met betrekking tot het bestuursbureau geen wildgroei plaatsvindt. Je ziet bestuursbureaus die uit twintig, dertig mensen bestaan. Dat is absoluut niet nodig. Als je als pensioenfonds toch al vindt dat de belangrijkste taken moeten worden uitbesteed, dan zouden drie personen in een bestuursbureau voldoende moeten zijn.'

Kestens: 'Het bestuursbureau is het verlengstuk van het bestuur en de beleggingsadviescommissie en moet geen operationele dingen doen die bij de uitvoeringsorganisatie thuishoren.'

Nagtegaal: 'Het bureau vervult een ondersteunende rol.'

Kestens: 'In zekere zin is een pensioenfonds een gewoon bedrijf. Een gewone onderneming moet er ook voor zorgen dat haar stafafdelingen niet te veel groeien en geen dingen doen die niet nodig zijn.'

Huizing: 'Een onderneming heeft leveranciers en voor mij is een fiduciair dat ook. Het kenmerk van leveranciers is dat ze worden aangestuurd. Je moet voortdurend nagaan of je organisatie dusdanig georganiseerd is dat het gestelde langetermijndoel nog haalbaar is.'

Hoe moet de verhouding tussen het bestuur en de fiduciair manager geregeld zijn?

Van Nunen: 'Het moet een wisselwerking zijn. De fiduciair moet een inschatting maken van wat een bestuur op beleggingsgebied aankan. Aan de andere kant is ook het bestuur aan zet, er bestaat niet alleen een plicht om informatie te verschaffen (taak van de fiduciair), maar ook een plicht om informatie te vergaren (taak van het bestuur). De fiduciair moet, als gezegd, rekening houden met het begripsvermogen van het bestuur. Dat is lastig, want in wezen moet je als fiduciair voor zo veel kennisoverdracht zorgen dat het bestuur, om het zo maar te stellen, net zo goed is als de fiduciair.'

Molenaar: 'De fiduciair beheerder zal rekening moeten houden met de kennis en mogelijkheden die het bestuur heeft. Het kan bijvoorbeeld beter uitkomen om de inrichting van de portefeuille zo eenvoudig te houden dat het bestuur daarmee uit de voeten kan. Echter, ook het bestuur zal zich terdege bewust moeten zijn van zijn eigen beperkingen. Eigenlijk mag het niet zover komen dat de fiduciair het bestuur iets uit moet leggen dat het niet begrijpt.'

Kestens: 'Uiteindelijk ligt de verantwoordelijkheid bij het bestuur. Het bestuur moet dus bijvoorbeeld weten of het zelf al dan niet een actieve portefeuille aankan. Dus moet het eventueel 'nee' kunnen zeggen tegen een fiduciair die een actieve portefeuille aanbiedt.'

Nagtegaal: 'Het bestuur heeft veelal een mandaat gegeven aan de beleggingsadviescommissie en in de praktijk voert de fiduciair daarmee overleg.'

Van Nunen: 'Ik vind het gevaarlijk om te stellen dat de moeilijkheidsgraad van de beleggingsportefeuille afhankelijk zou zijn van de kennis en het vermogen van het bestuur.'

Immers, elke deelnemer heeft recht op de beste portefeuille. Als die zo ingewikkeld is ingericht dat het bestuur er niet of moeilijk mee overweg kan, dan zorg je maar voor een ander bestuur, een zwaardere beleggingscommissie of desnoods een bestuursbureau; je geeft je deelnemers het beste wat er is.'

Molenaar: 'Ik ben zelf fiduciair beheerder geweest en heb een aantal keren besloten iets niet voor te stellen omdat ik meende dat het te complex zou worden voor het bestuur. Zelf stond ik er helemaal achter, maar toch bracht mijn fiduciaire verantwoordelijkheid met zich mee dat het beter was het niet te doen.'

Tromp: 'Het is belangrijk dat de fiduciair in ieder geval de investment beliefs als guideline meekrijgt. Als daarin staat dat er alleen belegd mag worden in begrijpelijke financiële instrumenten, dan heeft de fiduciair de taak om het zogenoemde snapvermogen van die financiële instrumenten te toetsen bij het bestuur en vervolgens iets aan te bieden wat daar binnen past. De fiduciair moet er ook voor zorgen dat de geselecteerde managers financiële instrumenten gebruiken die het bestuur snapt. Als de managers niet-begrijpelijke instrumenten gebruiken, zou dit een grond voor ontslag kunnen zijn.'

Molenaar: 'Op basis van min of meer objectieve informatie zoals datareeksen en dergelijke, kan het misschien aan te bevelen zijn om een portefeuille samen te stellen die voor een groot deel bestaat uit direct vastgoed, private equity, private debt: een portefeuille die bijvoorbeeld voor ongeveer veertig procent illiquide is. Een fiduciair krijgt dat er echter bij het bestuur niet door. Het pensioenfonds mag er terecht op vertrouwen dat de fiduciair dingen doet die begrepen worden.'

Kestens: 'In de praktijk is dat natuurlijk ook wel eens niet het geval. Het is overigens niet aangetoond dat een eenvoudigere portefeuille per definitie slechter uitpakt dan een meer ingewikkelde. Van ingewikkelde portefeuilles, waar ik trouwens geen tegenstander van ben, is ook niet bewezen dat die op lange termijn waarde toevoegen voor de deelnemers. Dus de illusie mag niet gewekt worden dat een eenvoudige portefeuille voor de deelnemers een slechte zaak is.'

> **Piet Molenaar** is onafhankelijk adviseur, bestuurder en interim-manager in de pensioenwereld met als aandachtsgebieden beleggingsstrategie, vermogensbeheer en risicomangement. Al ruim 30 jaar werkt hij met en voor pensioenfondsen en andere institutionele beleggers. Molenaar heeft daarbij de processen van pensioenfondsen van alle kanten gezien en is zelf bij de uitvoering betrokken geweest als interim-manager van bestuursbureau's, adviseur van beleggingscommissies, als fiduciair beheerder en als intern toezichthouder in een aantal visitatiecommissies. Thans is hij onder meer onafhankelijk expert bestuurder van PNO Media.





> **Dries Nagtegaal** is momenteel bestuurder en toezichhouder van pensioenfondsen en andere stichtingen buiten de pensioensector. Voorheen is hij bij diverse adviesbureaus en verzekeraars in veelal beleidsbepalende functies werkzaam geweest, waarbij dienstverlening aan pensioenfondsen de rode draad vormde.

De Kruijf: 'Er is wat betreft de samenstelling van de portefeuille een verschil tussen grote en kleine pensioenfondsen. Heb je het over een fonds dat genoeg capaciteit heeft om mandaten van een paar honderd miljoen euro waar complexiteit in gestopt kan worden, weg te zetten, of heb je het over een fonds dat dusdanig klein is dat je je tot een liquide portefeuille moet beperken? Een en ander heeft weinig met het zogenaamde snapvermogen te maken. De fiduciair heeft dan vooral te maken met de proportionaliteit die hij voor het pensioenfonds kan leveren en niet zozeer met de kennis en kunde van het bestuur.'

Van Nunen: 'Als een klein pensioenfonds geen toegang heeft tot complexe producten, dan is dat geen probleem, want de asset industrie heeft daar natuurlijk een oplossing voor bedacht en daar een sophisticated product, een fonds, voor bedacht dat in de weer gaat met allerlei derivaten om het renterisico prachtig af te dekken. Maar ook dan heeft een pensioenfonds de plicht heel goed na te denken over swaps, swaptions, de UFR, et cetera, want de deelnemer heeft daar recht op.'

De Kruijf: 'Je moet je steeds afvragen: in wat voor typen beleggingen wil ik mij begeven? Op het moment dat je in een beleggingsfonds stapt, heb je eigenlijk geen zeggenschap meer, want dat fonds zou best eens een ander risicoprofiel kunnen hebben dan je overeenkomstig het uitgegeven mandaat gewent acht.'

Huizing: 'De asset management industrie maakt alles onnodig complex. Als je pensioenfondsen met en zonder complexe producten met elkaar vergelijkt, zijn die zonder complexe producten dan slechter af? Dat is, voor zover ik weet, niet het geval.'

In hoeverre is er voor de fiduciair een rol weggelegd bij de advisering van sociale partners? Of is dat exclusief voorbehouden aan het bestuur van het pensioenfonds?

Kestens: 'Dat is inderdaad voorbehouden aan het bestuur. De fiduciair speelt daarbij geen enkele rol.'

Molenaar: 'Sociale partners zijn belangrijk omdat zij in feite het mandaat definiëren voor het bestuur ten aanzien van de risicohouding en de verwachtingen over het uiteindelijke resultaat. Dat betekent dat het bestuur naar de sociale partners terug kan gaan om aan te geven dat sommige dingen gewoon niet kunnen. Maar dat is een taak van het bestuur, niet van de fiduciair.'

Kestens: 'Bestuur en sociale partners moeten elkaar goed bij de les houden en vaststellen waar welke verantwoordelijkheid ligt. De sociale partners geven het pensioenfonds een opdracht en het bestuur laat zien hoe die wordt uitgevoerd, niet meer dan dat.'

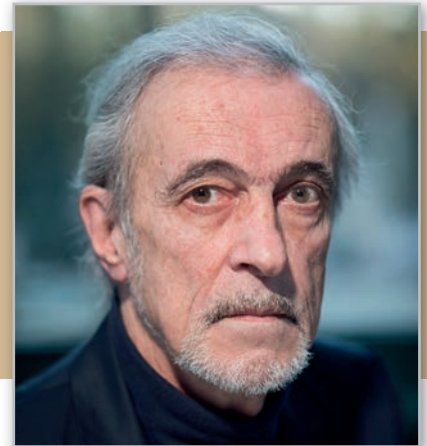
Hoe kan een fiduciair manager zich onderscheiden van andere fiduciairs?

Huizing: 'Door cultuur en gedrag. Een fiduciair moet het bestuur het gevoel geven dat hij het, om het zo maar uit te drukken, snapt. En als een fiduciair fouten maakt, moet hij die open en eerlijk bespreken.'

Molenaar: 'Een fiduciair moet, zoals ik dat noem, ontzorgen; hij moet het bestuur ook echt het gevoel geven aan de kant van het pensioenfonds te staan. Tegelijkertijd moet hij op de juiste momenten tegen de bestuurders kunnen zeggen: wat jullie nu willen, is niet handig en verstandig. Dus zonder paternalistisch te worden moet de fiduciair wel zijn invloed uitoefenen.'

Van Nunen: 'Ik begrijp de term ontzorgen, maar ik zou bijna het tegenovergestelde willen beweren: de zorgen nemen toe door het aanstellen van een fiduciair. De belangrijkste taak van een fiduciair is kennisoverdracht, want hij heeft meer kennis dan het bestuur. De fiduciair kan zich onderscheiden door zoveel mogelijk informatie te verschaffen. Dat leidt er bijna zeker toe dat het bestuur na gesprekken met de fiduciair meer bezorgd dan ontzorgd is. Ik heb veel pensioenfondsen begeleid bij het opstellen van een fiduciair mandaat en één ding staat als een paal boven water: de portefeuille is, nadat de fiduciair is geïnstalleerd, veel complexer geworden. Meer complexiteit leidt meestal niet tot minder zorgen.'

> **Anton van Nunen** is Directeur/eigenaar van Van Nunen & Partners, adviesbureau voor institutionele beleggers. Hij is lid van de beleggingscomités van verschillende pensioenfondsen, van verzekeringsmaatschappij Dela en financieel adviseur van ZLTO. Hij heeft onder andere de Pensions Personality of the Year (2008), de IPE Gold Award voor Outstanding Industry Contribution (2009) en de Decade of Distinction Award van Global Pensions (2011) ontvangen. Zijn boek 'Fiduciair Management' is vertaald in het Engels, Duits en Japans en in 2016 verscheen 'Fiduciair Management 2'.



Kestens: 'Het gaat er inderdaad om dat de fiduciair de deskundigheid binnen het bestuur bevordert. Groot risico daarvan is dat het bestuur vervolgens tegen de fiduciaire manager zegt: je weet er zoveel van dat ik daar natuurlijk in meega. Dat is als het ware de valkuil. De fiduciair moet tegen het bestuur kunnen zeggen: dat en dat voeren wij niet uit, want dat kunnen jullie niet aan. Er moet dus een goede spanning op de draad zitten tussen partijen die in de contractuele houding en in het dagelijks acteren rolvast zijn.'

Tromp: 'Kennisoeverdracht is inderdaad een van de kerntaken van de fiduciair. Wat zou een fiduciair extra kunnen doen? Een fiduciair kent meerdere pensioenfondsen, allerlei soorten beleggingsovereenkomsten en andere beleids-, proces- en rapportagedocumenten die voor 'het beleggen' van toepassing zijn. De fiduciair zou proactief over deze documenten kunnen

adviseren. Hierdoor kan hij samen met het bestuur de governance ten aanzien van de beleggingen naar een hoger niveau tillen. In dat geval voorziet de fiduciair in een soort ontzorging van het bestuur, dat dan minder tijd nodig heeft om alle documenten en regels te doorgronden.'

De Kruijf: 'In de accountancy- en consultancywereld hoor je nogal eens: beter slim gejat dan slecht bedacht. Dat zien we in de pensioenwereld niet zo sterk terug.'

Huizing: 'Pensioenfondsen zijn geen concurrenten van elkaar. Als ik bij een bepaald pensioenfonds langs wil gaan om informatie te krijgen, is dat geen probleem. Er wordt überhaupt veel informatie verstrekt, ook door bijvoorbeeld de Pensioenfederatie en De Nederlandsche Bank.'

Financial Investigator stelde Marcel Roberts, Chief Investment Officer bij Stichting Pensioenfonds Medisch Specialisten, ook een aantal vragen over fiduciair management.

Dient een fiduciair rekening te houden met het 'snapvermogen' van het bestuur?

Een fiduciair moet zeker rekening houden met het vermogen van bestuursleden om beleggingen te begrijpen. Dat wil echter niet zeggen dat er uitsluitend simpele beleggingen voorgesteld zouden moeten worden. Een fiduciair heeft een opleidingstaak, dus dient ervoor te zorgen dat bestuursleden beleggingen snappen voordat ze erin stappen. Een bestuur heeft tevens een plicht om ervoor te zorgen dat de bestuursleden een voldoende niveau hebben om beleggingen te kunnen begrijpen. Uiteindelijk blijft het de verantwoordelijkheid van een bestuur en de bestuurder om een belegging voldoende te begrijpen om de investering te kunnen doen.

Mag een fiduciair manager een substantieel deel van de beleggingsportefeuille zelf beheren?

Dat is afhankelijk van het vermogen van een bestuur om te kunnen beoordelen of een mandaat/manager van voldoende

kwaliteit is. Daarbij is het van belang om te kijken hoe onafhankelijk een fiduciair binnen zijn organisatie kan opereren. Hoe groot is de afhankelijkheid van de fiduciair van vermogensbeheer?

Ook is het van belang dat het selectie- en monitoringsproces transparant en voor externe en interne partijen hetzelfde is. Een pensioenfonds zou bij interne mandaten extra alert moeten zijn. Een toetsing door een externe partij kan daarbij ook helpen. Verder is het belangrijk om de resultaten goed te monitoren ten opzichte van de afgesproken benchmarks, maar ook een peer group-vergelijking kan daarbij heel nuttig zijn.





> **Christiaan Tromp** is Fiduciary Officer TFS & CEO IPFOS. Hij heeft diverse pensioenfondsen en internationale bedrijven op het gebied van integraal risicomanagement, governance, vermogensbeheer en treasury bijgestaan. Deze brede werkervaring is opgedaan bij diverse ondernemingen en pensioenfondsen, waaronder Avery Dennison, MN Services, Atradius, Fortis Investments, Bpf Vervoer, Bpf Bakkers en de ANWB. Momenteel heeft Tromp zitting in diverse Raden van Toezicht van pensioenfondsen.

Hoe maak je de toegevoegde waarde van een fiduciair inzichtelijk?

Molenaar: 'Dat is lastig, want je kunt niet meten wat niet is gedaan wanneer er geen fiduciair was. Er zijn misschien wel een paar min of meer objectieve maatstaven waarmee je de toegevoegde waarde van een fiduciair enigszins kunt inschatten, maar in feite komt het erop neer dat een fiduciair bij een pensioenfonds moet passen. Krijgt het fonds daardoor meer vertrouwen in zichzelf als het om beleggen gaat? Kortom, karakter en cultuur van de fiduciair zijn essentieel.'

Van Nunen: 'Je kunt een benchmark specificeren aan de hand waarvan je de toegevoegde waarde van de fiduciair kunt beoordelen. In dit verband zijn de kosten belangrijk. De fiduciair moet kunnen aantonen dat de portefeuille optimaal beheerd wordt qua kosten. Verder vind ik het heel belangrijk dat een pensioenfonds, voordat het fiduciaire mandaat van start gaat, zijn verwachtingen uitspreekt, want pas dan kun je achteraf toetsen of datgene wat de fiduciair heeft geleverd, ook heeft voldaan aan de verwachtingen.'

De Kruijf: 'Dat moet eigenlijk al in het selectieproces van de fiduciair aan de orde komen, want als je dat niet in beeld hebt,

weet je niet of je de beste fiduciair voor de gewenste dienstverlening hebt gevonden.'

Nagtegaal: 'Je kunt achteraf constateren of een fiduciair in voldoende mate proactief is geweest of dat hij alleen maar heeft gereageerd op momenten dat hij nodig was. Zo is goed te duiden wat de toegevoegde waarde van de fiduciair is geweest.'

Van Nunen: 'Asset managers begrijpen weinig van pensioenfondsbesturen. Zij zijn gericht op het leveren van producten, terwijl de besturen op zoek zijn naar oplossingen. Dat zijn twee verschillende werelden. Daarin moet de fiduciair een rol kunnen vervullen. Er moet een goede communicatie zijn tussen fiduciair en opdrachtgever, juist omdat de vermogensbeheerder in een andere wereld leeft.'

Meer lezen over dit onderwerp?

Ga naar de research pagina

'Fiduciair Management, Integraal
Balansbeheer en LDI' op

www.financialinvestigator.nl/research



CONCLUSIE

Het fiduciair concept heeft zich ontwikkeld tot een soort cafetariasysteem, waarbij de verschillende activiteiten wel of niet worden afgenomen. In welke mate een pensioenfonds diensten van een fiduciair manager afneemt, is sterk afhankelijk van wat het pensioenfonds zelf kan, in hoeverre het in staat is de nodige kennis en ervaring in huis te halen. Het is van belang de fiduciair op zijn taken te monitoren en de discussie ten aanzien van zijn adviezen aan te gaan. Hiervoor is een adequate countervailing power in het fonds een noodzaak. Op zich is het geen probleem als een fiduciair dominant is, mits er voldoende tegengas wordt gegeven en hij voldoende toegevoegde waarde voor

het pensioenfonds levert. De fiduciair zal een inschatting moeten maken van wat een bestuur op beleggingsgebied aankan, hij zal rekening moeten houden met de kennis en mogelijkheden die het bestuur heeft. Een fiduciair manager kan zich van andere fiduciairs onderscheiden door met name cultuur en gedrag. Belangrijk is dat de fiduciair de deskundigheid binnen het bestuur bevordert. Achteraf kan geconstateerd worden of een fiduciair in voldoende mate proactief is geweest of dat hij alleen maar heeft gereageerd op momenten dat hij nodig was. Op die manier kan geduid worden wat de toegevoegde waarde van de fiduciair is geweest.