

VOORZITTER

Peter Kolthof,
Avida International

Twan van Erp, Achmea Investment Management
Farid Kabbaj, Russell Investments
Robert Leenes, TKP Investments
Robert van der Meer, Robeco Investment Solutions
Lodewijk van Pol, Allianz Global Investors
Almar Rietberg, BlackRock
Hanneke Veringa, AXA Investment Managers
Jeroen Wilbrink, NN Investment Partners
Anton Wouters, BNP Paribas IP

Deze ronde tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Achmea Investment Management, Allianz Global Investors, AXA Investment Managers, BlackRock, BNP Paribas Investment Partners, NN Investment Partners, Robeco Investment Solutions, Russell Investments en TKP Investments.

Foto's: Ruben Eshuis Fotografie



STERK ADVIES EN IMPLEMENTATIE KOMEN SAMEN

Door Hans Amesz

Het fiduciaire model moet zijn geënt op de strategische uitgangspunten van het pensioenfonds en vooral op de zogenoemde investment beliefs. Het gaat om het beheersen van het risicoprofiel.



Fiduciair management lijkt zich in Nederland als concept langzamerhand uit te kristalliseren. Zijn jullie het met die stelling eens?

Lodewijk van Pol: 'Fiduciair management heeft een vaste plaats gekregen in de governancestructuur van pensioenfondsen. Het heeft een ontwikkeling doorgemaakt van een open architectuur naar een governancestructuur, geïnitieerd door marktontwikkeling en wet- en regelgeving.'

Anton Wouters: 'In Nederland is fiduciair management sinds 2005 in grote lijnen uitgekristalliseerd. Regelgeving heeft daarbij de grootste impact gehad. Dat zal de komende tijd het geval blijven en ook voor verdere ontwikkeling zorgen.'

Almar Rietberg: 'Het concept fiduciair management heeft zich

de afgelopen jaren duidelijk verder ontwikkeld en dat zal zich doorzetten. Die doorontwikkeling leidt tot versmalling, in de zin dat specifieke elementen van de totale financiële propositie afzonderlijk gevraagd worden, zoals bijvoorbeeld LDI (Liability Driven Investing). Anderzijds vindt verbreding plaats naar allerlei zaken die minder met de financiële dienstverlening te maken hebben, zoals ondersteuning op het gebied van ESG (environment, social, governance) en central clearing.'

Zijn we toegegaan naar een soort cafetariamodel waarbij verschillende diensten los van elkaar afgenomen kunnen worden?

Rietberg: 'Dat denk ik wel. In de markt van pensioenfondsen vindt een duidelijke consolidatie plaats. Dat leidt ertoe dat een minder groot aantal pensioenfondsen zorgt voor een hoger kennisniveau, waardoor, al dan niet ondersteund door

> **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 (fiduciële) managerselectie. Hij volgde een opleiding in Econometrie en Fiscaal Recht en deed daarnaast aanvullende opleidingen op onder meer Harvard Business School en Nyenrode.





> **Twan van Erp** is sinds 1 oktober 2016 Hoofd Strategisch Portefeuille Advies van Achmea Investment Management. Binnen Achmea IM is hij verantwoordelijk voor de portefeuilleconstructies, het financieel risicobeheer en de strategische beleggingsvraagstukken van klanten. Daarvoor heeft Van Erp verschillende managementrollen vervuld bij Achmea en Interpolis. Hij is zijn carrière gestart bij ING in de rol van ALM-specialist. Van Erp is in zijn loopbaan betrokken geweest bij een groot aantal pensioeninhoudelijke vraagstukken en heeft vanuit zijn adviesprofiel geacteerd op het snijvlak van pensioenbeleid en vermogensbeheer.

consultants, weer meer specifieke delen van de fiduciaire dienstverlening worden gevraagd.'

Hanneke Veringa: 'In de markt is wel een soort consensus ontstaan ten aanzien van fiduciair management. Ik ben heel benieuwd naar de stappen van De Nederlandsche Bank (DNB) met betrekking tot fiduciair management en hoe DNB de samenwerking tussen de fiduciair managers en de pensioenfondsen gaat beoordelen. Op dat vlak zijn de komende jaren nog heel wat ontwikkelingen te verwachten.'

Jeroen Wilbrink: 'Het concept fiduciair management is nog niet uitgekristalliseerd. Er is veeleer sprake van een evolutie op dat gebied.'

Twan van Erp: 'De al genoemde versmalling herken ik, zeker op onderdelen. Een andere ontwikkeling is de volgende: waar de fiduciair een aantal jaren geleden een soort voorschrijvende rol had, wordt hij nu ook gezien als procesbegeleider: als degene die partijen moet wijzen op hun verantwoordelijkheden. Bijvoorbeeld op de verantwoordelijkheid om op een behoorlijke manier je klanten te waarschuwen en scherp te zijn op countervailing power en die ook te organiseren.'

Is het zo dat het fiduciaire model nog aan evolutie onderhevig is?

Wouters: 'Het model als zodanig is misschien wel uitgekristalliseerd, maar je wordt voortdurend met andere elementen geconfronteerd die ineens belangrijk blijken te zijn. ESG is bijvoorbeeld een extra element in de regelgeving geworden. Verder komt er een nieuw pensioenstelsel aan.'

Robert van der Meer: 'De basis van het fiduciaire model is strakke regievoering over en implementatie van het beleggingsbeleid van het fonds. Daar zit de crux. Het gaat over dienstverlening die in beweging is, die evolueert. Je kunt dus nooit zeggen: dit is het en het is klaar.'

Robert Leenes: 'Bij de fiduciairs is sprake van een evolutie. Maar bij de pensioenfondsbestuurders gaat het om een revolutie. De meeste bestuurders realiseerden zich pas

onlangs, soms geholpen door DNB, wat de exacte kaders zijn van hun verantwoordelijkheid in een uitbestedings- of delegatierelatie. Over een paar jaar zitten we heel anders aan tafel met pensioenfondsbestuurders.'

Van Pol: 'De verdere ontwikkeling van het fiduciaire model wordt ook gedreven door de consolideringstrend, de vraag naar maatwerk en schaalgroottes en de implicaties daarvan voor de governance, die steeds veeleisender wordt. Je ziet overigens dat bestuursbureaus nu ook bij de kleinere en middelgrote pensioenfondsen opkomen. De countervailing power-gedachte stelt ook nieuwe eisen aan de fiduciair.'

Is het logisch dat de invalshoek van een fiduciair manager er een van integraal balansbeheer is, of kan het ook een andere zijn?

Farid Kabbaj: 'Sommige pensioenfondsen hebben een heel sterk bestuursbureau. Zij willen zelf een stuk regie in handen houden en alleen maar onderdelen uitbesteden aan fiduciair managers. Dan komt een deel van het balansbeheer voor rekening van het bestuursbureau. Dus het hoeft niet zo te zijn dat fiduciair management per definitie gelijkgesteld wordt aan balansbeheer.'

Van der Meer: 'Iemand moet de regie hebben, de bevoegdheid en de power om de hele portefeuille te kunnen aansturen. Daarmee is de centrale rol van de fiduciair gedefinieerd. Als een pensioenfonds groot genoeg is, kan de regiefunctie ook bij een bestuursbureau worden neergelegd. Holistisch gezien wordt het dan een onderdeel van de fiduciaire verantwoordelijkheid.'

Veringa: 'Als fiduciair manager ga je over balansbeheer. Je moet intensief overleg voeren met het pensioenfonds over bijvoorbeeld de doelstellingen die in de matching-portefeuille gerealiseerd zouden moeten worden, en of dat alleen nominaal of reëel of een combinatie van beide is. Dat is de kern van fiduciair management. Ik zie niet voor me dat wij een opdracht als fiduciair zouden accepteren zonder te kunnen spreken over balansbeheer of de doelstellingen die het pensioenfonds wil realiseren.'

Van Erp: 'Een belangrijk onderdeel van fiduciair management is strategisch balansbeheer.'

Rietberg: 'Wij zien fiduciair management als de meest brede dienstverlening, waar integraal balansbeheer onderdeel van is. Fiduciair management bevat naast beheertaken ook adviesdienstverlening.'

Wouters: 'Ik kan me wel vinden in de stelling dat fiduciair management betekent dat je op de best mogelijke wijze, dus zonder naar je eigen situatie en belangen te kijken, je klant bedient. Dat kan ook zonder dat je én integraal balansbeheer, én LDI, én ESG, én engagement en noem het maar op doet. Er moet een fiduciair model bestaan waarbij deze zaken enigszins worden losgekoppeld.'

Is die loskoppeling te vinden in de scheiding tussen advies en uitvoering, of in de breedte van het advies?

Wouters: 'In het Verenigd Koninkrijk zit LDI niet altijd in het fiduciaire pakket. Het management van de LDI-portefeuille wordt uitbesteed aan specialistische LDI-managers.'

Wilbrink: 'Je kunt LDI-advisering niet los zien van het fiduciaire verhaal. Op het moment dat het gaat om advisering, het inkleden van de portefeuille, is dat de taak van één integrale serviceverlener.'

Van Pol: 'Integraal balansmanagement is risicomanagement en daarom is het onderdeel van de fiduciaire verantwoordelijkheid.'

Kabbaj: 'De kracht van het fiduciaire concept is dat een sterk advies en een sterke implementatie samen worden gebracht. Pure adviseurs hebben over het algemeen te weinig kennis van implementatie.'

Van Pol: 'Daar sluit ik me bij aan. Een goede fiduciair manager beheerst juist ook het vermogensbeheer op basis van de dagelijkse professionele praktijk.'

Leenes: 'De verantwoordelijkheid ligt bij de bestuurders van het pensioenfonds, zij vertrouwen de fiduciair iets toe. Het

bestuur moet goed begrijpen wat de wisselwerking is tussen alle adviseurs en uitbestedingspartners en wat zijn eigen rol is. Als dat begrip er is, dan is het bestuur echt in control en zijn wij echt bezig met fiduciair management.'

Van Pol: 'In control zijn is het uitgangspunt van alles voor het pensioenfonds, maar er zijn verschillende manieren om dat te bewerkstelligen.'

Is de wijze waarop een fiduciair mandaat is opgebouwd in essentie een adviesrelatie of zitten daar ook nog discretionaire elementen in?

Kabbaj: 'Als je als fiduciair aan de gang gaat, is het belangrijk dat je heel duidelijke afspraken maakt en die vastlegt in richtlijnen: in hoeverre heb ik discretie, wat zijn de bandbreedten waarbinnen ik moet werken? Op die manier kan het pensioenfonds in control blijven en ervoor zorgen dat de fiduciair de implementatie snel kan doen. Je kunt niet een maand wachten voordat je reageert op een bepaalde beweging in de markt en die gaat volgen. Ook op dit gebied gaat het om een combinatie van advies en implementatie.'

Van Erp: 'Op welke wijze denkt het pensioenfonds voldoende in control te zijn? Hoeveel ruimte wordt er aan de fiduciair gegeven? Om een voorbeeld te geven: valt dynamische renteafdekking nu binnen de discretionaire ruimte van de fiduciair of niet? Wat mij betreft kun je aanpassing van de rentehedge, ook in een dynamische strategie, altijd pas uitvoeren na een gesprek met je klant. Het is strategisch gezien te belangrijk om dat conform een voorgeschreven staffel uit te voeren.'

Wilbrink: 'Als een pensioenfonds een heel specifieke visie heeft op het aansturen en inrichten van de portefeuille, dan moet het de fiduciair de ruimte geven om die visie en ook de implementatie daarvan uit te voeren. Je moet duidelijke richtlijnen afspreken. Overigens bestaat er voor elke klant een eigen servicemodel.'

Wouters: 'Als je het hebt over het dynamisch rentebeleid, verreweg de belangrijkste beslissing die een pensioenfonds

> **Farid Kabbaj** is sinds 2010 Director Investment Strategy & Solutions bij Russell Investments. In deze rol richt hij zich op maatwerk beleggingsoplossingen voor diverse grote klanten, als strategisch adviseur en fiduciair beheerder. Daarvoor was hij binnen het solution team bij J.P.Morgan verantwoordelijk voor LDI- en risicomanagement-oplossingen voor Nederlandse institutionele klanten op basis van economische, juridische en boekhoudkundige vereisten. Verder werkte Kabbaj als actuaaris bij Bacon & Woodrow en Milliman met specifieke verantwoordelijkheid voor ALM-, beleggings- en risicobeheer oplossingen.





> **Robert Leenes** geeft sinds 2010 als Directeur leiding aan de afdeling Client Services & New Business van TKP Investments (TKPI), waar hij in 1995 begon. Hij is verantwoordelijk voor het relatiebeheer van bestaande klanten en de acquisitie van nieuwe klanten. In de periode tussen 2008 en 2010 maakte Leenes een uitstap naar achtereenvolgend MN Services als Manager Accountmanagement en naar Towers Watson als Senior Consultant. Van 2006 tot 2008 vervulde hij binnen TKPI de rol van Directeur Fiduciair Management. Leenes studeerde Informatica aan de Rijksuniversiteit Groningen en is gecertificeerd Register Beleggingsanalist (RBA).

kan nemen, zou je bijvoorbeeld kunnen zeggen: we hebben dat afgesproken, dus gaan we het implementeren. Maar in de praktijk leg je het altijd voor, omdat er misschien wel marktomstandigheden zijn die het op dat moment niet zo verstandig maken om de vastgelegde dynamische strategie daadwerkelijk te implementeren.'

Veringa: 'Het lijkt mij logisch dat de fiduciair het dynamisch rentebeleid met de beleggingscommissie afstemt omdat de rente zo enorm veel impact op de resultaten heeft.'

Van der Meer: 'Helder moet zijn welk deel van het risicobudget bij wie wordt neergelegd. Uiteindelijk is de basisopdracht: maak een goed implementatieplan bij de strategie, stem dit af met het fonds en voer het plan vervolgens zorgvuldig uit. Een goed strategisch plan met een slechte uitvoering werkt niet. Een goede uitvoering vraagt om ervaren mensen met kunde en goede tools. De fiduciair manager kan met zijn praktische implementatie-ervaring veel waarde toevoegen, zowel bij de advisering over de strategie als bij de uitvoering. Daarbij is het in zijn algemeenheid, en zeker ook voor de fiduciair manager, goed om een zekere nederigheid ten aanzien van de eigen voorspelkracht in acht te nemen.'

Veringa: 'Het is uitermate belangrijk dat de communicatie tussen fiduciair manager en pensioenfonds sterk is. Als je als pensioenfonds besluit dat je een adviseur nodig hebt en iemand die die adviezen vervolgens weer gaat implementeren, dan heb je een heel precieze governance nodig.'

Naarmate je verder in de beleggingsketen komt, kunnen steeds meer dingen discretionair worden weggegeven. Waar moet de lijn worden getrokken?

Wilbrink: 'Volgens mij heerst er een afkeer onder fiduciairs om zelf besluiten te nemen. Men is bang om het mis te hebben. Maar je moet ook niet voor alles terug naar je klant. Dat wil die klant helemaal niet, die wil niet telkens lastiggevallen worden.'

Leenes: 'Het pensioenfondsbestuur definieert zijn eigen beleggingsbeginselen en uitbestedingsbeleid. Een verstrekt

mandaat moet daarbinnen passen en kristalhelder zijn, zwart-wit. Als wij een mandaat krijgen, hebben wij niet alleen het recht om iets uit voeren, nee, wij hebben dan ook de plicht om het uit te voeren. Als wij bij onszelf twijfel bespeuren of een klant wel blij wordt wanneer wij gebruikmaken van de ruimte in ons mandaat, dan gaan wij in gesprek. Helderheid over de door de klant gewenste ruimte in het mandaat is essentieel voor de optimale uitvoering van het mandaat.'

Wouters: 'Vinden wij dat het fiduciair model moet inhouden dat wij discretionaire beslissingen moeten nemen over rentebeleid, matching versus return en over passief-actief?'

Leenes: 'Het antwoord is drie keer ja. Het pensioenfondsbestuur moet er echter wel voor zorgen dat de fiduciair niet een te groot risicobudget krijgt. Een te groot risicobudget zou namelijk kunnen betekenen dat het bestuur niet meer effectief in control is.'

Van Pol: 'Het fiduciaire model moet ook zijn geënt op de strategische uitgangspunten van het pensioenfonds en vooral op de investment beliefs. Het gaat om het beheersen van het risicoprofiel. En er komt een extra dimensie bij, de dekkingsgraad. Als er dilemma's ontstaan, is het logisch dat je in overleg treedt. Voor rebalancing zijn talloze mechanismen en methodes denkbaar. Daar moet de fiduciair over adviseren en ze uiteindelijk ook echt uitvoeren.'

Wouters: 'Adviseren en uitvoeren zijn twee dingen. Daar zit de goedkeuring nog tussen. Uiteindelijk moet het pensioenfondsbestuur alle beslissingen verantwoorden.'

Rietberg: 'Het advies moet natuurlijk eerst worden overgenomen voordat het geïmplementeerd kan worden. Het aanpassen van het strategisch matchingspercentage heeft nogal wat consequenties voor de strategische allocatie en het risicoprofiel van het pensioenfonds. Dat is iets anders dan een rebalancing binnen de kaders van wat er wel en niet mag in de uitvoering. Met betrekking tot rebalancing kun je duidelijke, doorlopende werkafspraken maken.'

Van der Meer: 'Rebalancing wordt bij bedrijfstakpensioenfondsen in het algemeen scherper geformuleerd dan bij ondernemings-

pensioenfondsen. Bij die laatste groep is meer ruimte om gedurende het jaar te schuiven in de allocatie van het risicobudget; zij zitten niet per definitie vast aan een vooraf gedefinieerde normportefeuille.'

Het bestuur van het pensioenfonds dient te allen tijde 'in control' te blijven. Is de afbakening tussen ondersteuning en verantwoordelijkheid in de fiduciaire relatie voldoende duidelijk en hoe bereik je dit?

Wilbrink: 'Er moet duidelijk worden vastgelegd wie voor welke processen de verantwoordelijkheid draagt. Binnen het proces hebben verschillende mensen natuurlijk verschillende functies. Iemand adviseert, is besluitvormend, controleert, of voert uit. Je moet ervoor zorgen dat dezelfde persoon, of dat nu het pensioenfondsbestuur, de beleggingscommissie of de fiduciair is, niet op alle vier de stoelen zit. Als je in kaart brengt wie waarvoor verantwoordelijk is, heb je een governance model waar je mee uit de voeten kunt.'

Van der Meer: 'Met name wat betreft de uitbestedingen, moeten er voldoende checks and balances zijn. Countervailing power is wezenlijk.'

Kabbaj: 'Je ziet dat het fiduciaire model echt veranderd is. Waar voorheen altijd een one-stop-shop benadering werd gehanteerd, is er nu vaak sprake van opsplitsing naar verschillende aanbieders. Dit zorgt ervoor dat countervailing power ontstaat; het pensioenfonds kan het advies dat wordt verstrekt door de ene partij, toetsen met behulp van informatie van de andere partij. Op die manier vermijd je dat je eenzijdig door één partij geadviseerd wordt, wat je misschien op het verkeerde been zou kunnen zetten.'

Wouters: 'Sommige pensioenfondsen beschouwen dat als het stapelen van kosten. Daar moeten wij als fiduciair een tussenweg in vinden. Countervailing power is belangrijk, maar het is wel een additionele kostenpost. Dat geldt overigens ook voor zelfstandige ALM (Asset Liability Management)-adviseurs, zelfstandige rapporteurs, et cetera. Vanuit de governancegedachte allemaal uitstekend, maar het kost wel

geld. Pensioenfondsen moeten goed op de kosten letten, daar moeten wij als fiduciair wel goed in manoeuvreren.'

Het pensioenfonds organiseert zelf ook een countervailing power door een beleggingscommissie aan te stellen waar deskundigen in zitten.

Wouters: 'De beleggingscommissie is inderdaad een van de countervailing powers. Je ziet vaak dat pensioenfondsen ook nog een onafhankelijke risk manager hebben.'

Veringa: 'We moeten er als fiduciair manager voor waken de klant alleen maar te geven waar hij om vraagt. Wij moeten samen met het pensioenfonds tot betere besluiten komen en daarom moeten we soms oprecht stelling nemen in het belang van de klant. Dan moeten we maar een stevig gesprek voeren over wat wij denken dat het beste voor de klant is. Mijn ervaring is dat beide partijen na zo'n soms moeilijk gesprek toch tevredener zijn.'

Van Pol: 'De ambitie en de plicht die pensioenfondsen hebben om in control te zijn, stelt ook eisen aan hun eigen resources, competentie en kennis. Dat neemt niet weg dat je soms als fiduciair je rug recht moet houden en moet zeggen: dit is ons advies, dat verstrekken we vanuit onze expertise en daar hebben we ook een integriteit te bewaken. Pensioenfondsen willen meer in control zijn en stellen hogere eisen. Maar dan hebben wij ook de plicht die eisen soms terug te kaatsen.'

Kabbaj: 'Het is mij opgevallen dat consultants aan de verzekeringskant altijd steviger advies gaven dan hun collega's in de pensioenwereld. Ik zie nu dat de pensioenwereld aan het veranderen is. Je merkt dat pensioenfondsbesturen professioneler worden en anders met advies omgaan. Als adviseur moet je sowieso een advies heel goed onderbouwen. Als het initieel misschien niet goed wordt opgepakt, moet je als adviseur je nek durven uitsteken en de tijd en moeite nemen om nog specifiek uit te leggen waarom je tot dat advies gekomen bent. Als alle argumenten op tafel liggen, wordt de knoop doorgehakt. Mijn ervaring is dat dit het besluitvormingsproces sterker maakt en dat klanten deze aanpak zeer waarderen.'

> **Robert van der Meer** is verantwoordelijk voor het Account CIO en Business Development team van Robeco Investment Solutions. Sinds de start van de samenwerking in 2011 is hij Account CIO voor Pensioenfonds Vervoer. Eerder werkte Van der Meer als Senior Account Manager vermogensbeheer en ook als portefeuillemanager in het Global Equity Team. Voordat hij in 1999 bij Robeco in dienst kwam, werkte hij als Equity Sales Manager bij Nikko Securities. Van der Meer is afgestudeerd in de Algemene Economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en is Register Beleggingsanalist.





> **Lodewijk van Pol** is Head Client Solutions Benelux bij Allianz Global Investors. Hij trad in dienst bij Allianz Global Investors op 1 juli 2016 en is eindverantwoordelijk voor het accountmanagement van fiduciaire en institutionele relaties in de Benelux. Van Pol heeft meer dan 28 jaar ervaring in institutioneel vermogensbeheer en advisering. In zijn vorige betrekking was hij hoofd Fiduciair Management bij Lombard Odier. Daarvoor was hij 10 jaar werkzaam als Investment Consultant bij Towers Perrin (thans Willis Towers Watson). Van Pol is afgestudeerd als Econoom aan de Universiteit van Amsterdam en is gediplomeerd beleggingsanalist bij de VBA.

Van Erp: 'Wij schrijven niet voor, maar zijn wel engaged in het proces.'

Hoe kan een pensioenfonds zijn indexatieambitie het beste vormgeven?

Veringa: 'Een pensioenfonds moet aan zijn verplichtingen voldoen. De vraag is hoe expliciet het fonds zijn doelstellingen maakt. Gaat het de doelstellingen expliciet voor de matching-portefeuille definiëren? Veel pensioenfondsen klagen er nu over dat zij onder de huidige regelgeving heel weinig aan de return-portefeuille kunnen alloceren. Die portefeuille is er om inflatie en langlevensrisico te compenseren, maar inflatie kun je ook arrangeren in een matching-portefeuille. Alleen moet je dan goed nadenken over wat eigenlijk je benchmark is en over het risicobudget ten aanzien van die benchmark. Ik wil pleiten voor een frisse kijk op de matching-portefeuille. Die is bij de meeste pensioenfondsen heel groot en daar moeten wij als fiduciair manager meer mee kunnen dan we nu doen.'

Wilbrink: 'Op dit moment is vrijwel elk pensioenfonds op reële basis in onderdekking, niemand komt aan indexatie toe. Op het moment dat er weer enigszins geïndexeerd kan worden, kun je gaan nadenken over het zekerstellen en aanpassingen doen in je matching-portefeuille. Tot die tijd blijft het een ambitie en vertrouw je voor je reëel rendement op aandelen of alternatieve beleggingen, en zorg je dat de return-portefeuille een dusdanig rendement oplevert dat je langzaam uit het gat kunt klimmen. Vervolgens kun je binnen je matching-portefeuille stukjes gaan verplaatsen van nominaal naar reëel.'

Van Erp: 'De fundamentele kritiek op onze pensioencontracten is dat we meerdere doelstellingen met elkaar aan het vermengen zijn. We hebben langetermijndoelen en kortetermijnrestricties, die moeilijk met elkaar te verenigen zijn.'

Rietberg: 'Wij zien een duidelijk onderscheid tussen fondsen met een hogere en een lagere dekkingsgraad. Er is een aantal rijkere pensioenfondsen dat heel expliciet een inflatiebeleid voert, bijvoorbeeld door producten te kopen die een directe link met inflatie hebben. Daarnaast zijn er pensioenfondsen die een impliciet inflatiebeleid voeren door middel van andere

beleggingen dan vastrentende waarden in de rendementsportefeuille. Uiteindelijk gaat het er natuurlijk om de totale portefeuille zo efficiënt mogelijk in te zetten om de zogenoemde overall-pensioendoelstelling te realiseren.'

Kabbaj: 'Ook wij vermijden negatieve rentes waar we kunnen. Maar er is één beleggingsportefeuille en één risicobudget. Dus als je risico vanuit de return-portefeuille naar de matching-portefeuille brengt, verandert dat niets op totaalniveau, ook niet binnen het FTK (Financieel Toetsingskader). Binnen deze holistische benadering is de essentie dat alle risico's bewust worden genomen met zoveel mogelijk diversificatie.'

Van Pol: 'Je moet een duidelijk onderscheid maken tussen de indexatie-ambitie, waarvoor de return-portefeuille het klassieke vehikel is, en het afdekken van inflatierisico, waarvoor swaps de geschikte instrumenten zijn. Helaas zitten de meeste pensioenfondsen nu in een situatie waarin dit eigenlijk helemaal niet aan de orde is. Iedereen is vandaag de dag op zoek naar rendement en dan stelt niemand zich de vraag of we niet wat meer kunnen doen met de matching-portefeuille. Het onderscheid tussen matching versus return vervaagt en de holistische benadering treedt meer op de voorgrond.'

Veringa: 'Voor de matching-portefeuille definiëren we het risicobudget als de tracking error ten opzichte van de verplichtingen. Voor de returnportefeuille wordt daar eigenlijk per beleggingscategorie nooit naar gekeken. Ik denk dat het zinvol is om dat wel te doen. Verder zou er iets kritischer gekeken moeten worden naar de instrumenten die in de return-portefeuille zitten en naar instrumenten die sowieso in de matching-portefeuille kunnen worden opgenomen, zoals inflation linked bonds. Mijn vaste overtuiging is dat er, gezien de regelgeving, in de matching-portefeuille minder met derivaten en meer met fixed income moet worden gedaan. De tracking error van alle asset classes apart en van alle asset classes als geheel ten opzichte van de verplichtingen, moet duidelijk zijn.'

Wilbrink: 'In rapportages wordt wel degelijk aandacht besteed aan de tracking error van de totale portefeuille ten opzichte van de benchmarkverplichtingen. Er wordt in kaart gebracht hoe die zich ontwikkelt, opgesplitst naar

> **Almar Rietberg** is sinds 2016 werkzaam als Director bij BlackRock en verantwoordelijk voor institutionele relaties. Hiervoor heeft hij van 2005 tot 2016 bij Kempen gewerkt en was daar betrokken bij de ontwikkeling en uitrol van de fiduciaire propositie. Daarnaast hij was lid van de ESG Council. Daarvoor is Rietberg zeven jaar werkzaam geweest bij Towers Perrin (rechtsvoorganger van Willis Towers Watson) als Investment Consultant en van 1996 tot 1998 bij Fortis Investments als ALM consultant. Rietberg heeft Econometrie gestudeerd aan de Rijksuniversiteit Groningen.



verschillende asset classes. Verder denk ik dat er binnen de matching-portefeuille een zekere ruimte is om te gaan kijken naar alternatieve asset classes, Nederlandse hypotheek bijvoorbeeld.'

Rietberg: 'We moeten de risicobereidheid van een pensioenfonds omzetten in beleggingen: het beleggingsrisico dient zo efficiënt mogelijk te worden ingevuld. Het gaat uiteindelijk, gegeven de risicobereidheid, om het managen van de voorspelbaarheid van de dekkingsgraad.'

Wouters: 'Ik denk dat de ambitie om een geïndexeerd en goed pensioen aan te bieden er altijd moet zijn, al is de focus van veel pensioenfondsen de laatste tijd gedwongen veelal gericht geweest op het beschermen van het nominale pensioen. Voor het genereren van mogelijke indexatie moet de hele portefeuille in ogenschouw worden genomen, al zal inderdaad de matching-portefeuille meer gericht zijn op de gevoeligheden voor rente en inflatie dan de return-portefeuille.'

Daarnaast gaat het, het is al gezegd, om een zoektocht naar rendement. Er is een trend naar meer illiquide beleggingscategorieën. Wat kan je op dit gebied doen en wat niet?

Van Pol: 'Dat heeft ook te maken met de keuze tussen bonds en swaps. Daar creëer je leverage mee en dat schept weer ruimte voor minder liquide beleggingen. De meeste pensioenfondsen zijn uitermate liquide, die kunnen binnen

een paar dagen of een week 95 procent van hun totale portefeuille liquideren. Er valt een premie te oogsten in illiquide beleggingen en juist pensioenfondsen zijn uitstekend in staat om deze premie binnen te halen.'

Wilbrink: 'Als er ruimte is voor illiquide beleggingen in de matching-portefeuille, aan welke asset classes moet je dan denken? Iedereen heeft het over hypotheek, maar vrijwel niemand spreekt over private debts of direct lending.'

Rietberg: 'Er wordt wel degelijk met pensioenfondsen over illiquide assets gesproken, zoals infrastructuur, private equity, private debt en direct lending. De meeste gesprekken zitten echter nog in de verkennende fase. Dat pensioenfondsbestuurders bekend zijn met het verschijnsel hypotheek, heeft het voor hun fondsen zeker gemakkelijker gemaakt daarin te beleggen. Het zou mij niet verbazen als infrastructuur ook op de lijst van illiquide beleggingen komt te staan, want dat is evenzeer tastbaar.'

Wouters: 'Voor illiquide beleggingen valt vanuit een inkomensgedachte en met het oog op totaalrendement zeker wat te zeggen. Echter, niet ieder pensioenfonds is even liquide. Een pensioenfonds met een sterke negatieve cashflow is minder geneigd om te beleggen in illiquide assets omdat er continu assets moeten worden verkocht om de pensioenen uit te betalen.'

Van der Meer: 'Vanuit beleggingstechnisch perspectief hebben we als fiduciair managers volgens mij voldoende ideeën en

> **Hanneke Veringa** is Country Manager the Netherlands bij AXA Investment Managers en was hiervoor werkzaam bij ABN Amro Asset Management, ING Investment Management en bij ING Barings. Zij startte haar carrière bij Deutsche Bank in Duitsland. Daarnaast heeft zij gedurende vier jaar als universitair docent gewerkt bij de vakgroep Financiering en Beleggingen op de Erasmus Universiteit te Rotterdam. Veringa heeft een Masters in Information Technology van de Erasmus Universiteit te Rotterdam en studeerde aan de Columbia Business School in New York en Economie aan de Universiteit Groningen met een specialisatie in Financiering en Vermogensbeheer.





> **Jeroen Wilbrink** is Senior Client Advisor binnen het Integrated Client Solutions Team van NN Investment Partners. Als 'delegated' CIO voor pensioenfondsen adviseert hij over vermogensbeheer, beleggingsstrategieën en risicomanagement. Wilbrink combineert zijn uitgebreide ervaring met Nederlandse pensioenfondsen met zijn kennis en ervaring in alternatieve beleggingen en Liability Driven beleggingsstrategieën. Wilbrink beschikt over 20 jaar ervaring in internationale financiële dienstverlening bij grootbanken en vermogensbeheerders.

specialisten in huis om allerlei prachtige oplossingen voor de zoektocht naar rendement aan te bieden. De vraag is hoe een pensioenfonds de controle behoudt. Heeft een pensioenfonds goed in beeld wat er gaat bewegen als er bijvoorbeeld meer illiquide beleggingen in de portefeuille komen, wat de consequenties daarvan zijn in het bredere geheel?

Leenes: 'De wereld van de pensioenfondsen zelf is ook aan het bewegen. Er zijn nu al ruim honderd pensioenfondsen de facto min of meer gesloten, want hun toekomst is eindig. Zij gaan op termijn op in een bedrijfstakpensioenfonds, over naar een algemeen pensioenfonds, of misschien naar een verzekeraar als de rente ooit weer gaat stijgen. Niet het ideale moment om aan deze fondsen, wier toekomst eindig is, illiquide beleggingen te adviseren.'

Van Pol: 'De discussie gaat weer over de scheiding tussen de matching- en return-portefeuille. Je kunt return-elementen in de matching-portefeuille zien en omgekeerd: als je een aandelenportefeuille analyseert, kun je daar bij wijze van spreken ook een duration voor berekenen. Van alternatieve beleggingen kun je de cashflows berekenen. Vanuit een beleggingsanalyse is het onderscheid heel goed te maken, maar je loopt wel aan tegen de FTK-vereisten van eigen vermogen en solvabiliteit. Dat legt toch een keurslijf op.'

Hoe maak je als fiduciair je toegevoegde waarde inzichtelijk?

Van der Meer: 'Het gaat er in wezen om of je de opdracht goed uitvoert. Dat gaat in eerste aanleg over succesvolle implementatie van de strategie. Daarbovenop komen de, wat ik maar noem, meer soft aspecten. Hoe ervaart het pensioenfonds de dienstverlening in bredere zin? Over de wijze waarop de bredere beoordeling plaatsvindt, zijn afspraken te maken.'

Rietberg: 'Je moet uiteraard nagaan of de rendementen en risico's in lijn zijn met wat een klant, gegeven het verstrekte mandaat, zou mogen verwachten. Daaromheen vindt veel advieswerk plaats, wat je periodiek zou moeten evalueren langs vooraf gedefinieerde doelstellingen.'

Veringa: 'Als wij van pensioenfondsmanagers te horen krijgen dat zij het gevoel hebben een veilig stel handen aan boord te hebben, dan beschouw ik dat als toegevoegde waarde.'

Van Erp: 'Klanttevredenheid is een graadmeter voor de manier waarop ik invulling heb gegeven aan mijn mandaat. Dekkingsgraadontwikkelingen en outperformance-doelen zijn veel lastigere graadmeters geworden. Ik kan een pensioenfonds niet behoeden voor een te lage dekkingsgraad als er sprake is van een premiedekkingsgraad die ver onder de 100 procent ligt.'

Leenes: 'De fiduciaire relatie is succesvol wanneer beide partijen er tevreden over zijn. De feedforward van de klant aan het begin van de samenwerking is een belangrijke toetssteen voor de resultaten aan het eind. De toegevoegde waarde wordt daar concreet zichtbaar. Teleurstelling ontstaat wanneer de realisatie afwijkt van de verwachting. Daarom zijn wij er scherp op dat het vertrekpunt helder is en helpen wij onze klanten waar nodig met dat proces. Zo kunnen we op basis van heldere en gedeelde verwachtingen een goede en langdurige samenwerking aangaan.'

Van Pol: 'De harde criteria leg je vast in een overeenkomst. Die kun je evalueren en je kunt eventueel nog een externe consultant inschakelen. Uiteindelijk gaat het om het opbouwen van een vertrouwensband.'

Wouters: 'Als fiduciair manager ben je in eerste instantie partner in de uitvoering van het beleggingsbeleid. Daar hoort inderdaad een vertrouwensrelatie bij, die je met name kunt evalueren via een SLA (Service Level Agreement) of op basis van geregelde gesprekken waarin verbeterpunten op tafel komen.'

Kabbaj: 'De toegevoegde waarde is uiteindelijk een uitvloeisel van het beleggingsresultaat. Simpel gezegd zou outperformance ten opzichte van een relevante benchmark altijd het hoofddoel van een fiduciair manager moeten zijn.'

> **Anton Wouters** is Hoofd van de afdeling Customized & Fiduciary Solutions van BNP Paribas Investment Partners. Dit team is verantwoordelijk voor het leveren van geïntegreerde maatwerkoplossingen aan institutionele relaties op het gebied van Fiduciair Management, Liability Driven Investments en Risico Overlays. Zijn taakgebied varieert van de bepaling van de strategische asset allocatie tot het construeren en beheren van complete portefeuilles tegen een specifieke benchmark. Wouters heeft Wiskunde gestudeerd aan de Technische Hogeschool in Delft.



Wat is de rol van fiduciaire managers in het kader van de komende, nieuwe pensioencontracten?

Van Pol: 'Daar is geen eenduidig antwoord op te geven. Het is mogelijk dat we naar een soort platgeslagen collectief DC gaan. Dan zal het in de advisering en uitvoering meer om individuele maatwerkoplossingen moeten gaan.'

Wouters: 'Net als met alle voorgaande stelselaanpassingen zal dit voor fiduciair managers aanpassingen en additioneel werk betekenen. Pensioenfondsen zijn in het begin vaak op zoek naar hoe ze de aanpassingen het beste kunnen integreren. De fiduciair manager moet hen daarbij zoveel mogelijk ondersteunen en met innovatieve ideeën en oplossingen komen.'

Van Erp: 'We horen in onze omgeving dat nieuwe, meer individuele pensioencontracten minder ruimte voor illiquide beleggingen kennen en ook dat de renteafdekking in een ander licht komt te staan. Dat zou een flinke verschuiving in de portefeuilles van onze klanten betekenen.'

Wilbrink: 'Wij gaan ervan uit dat het toekomstige contract meer individueel zal zijn. Dat betekent dat er speciale eisen

zullen worden gesteld aan rapportages, transfers van assets en aan allerlei soorten horizonbeleggingen. Daar moet je dan als fiduciair wel klaar voor zijn.'

Kabbaj: 'In de Verenigde Staten zijn we al zover dat we voor klanten met een soort individueel ALM (Asset Liability Model) per deelnemer werken. Als een deelnemer bij een pensioenfonds komt, wordt op basis van zijn specifieke financiële positie en risicotolerantie een soort individueel ALM opgesteld. Dit gaat op vrijwillige basis, zodat spaargeld, en eventueel zelfs de overwaarde van het huis, meegenomen kunnen worden. Hierna wordt per individu een dynamisch traject ingegaan op basis van standaard bouwstenen. Als de beleggingsresultaten beter zijn dan verwacht, wordt bijvoorbeeld wat risico afgebouwd om de behaalde winst te beschermen.'

Meer lezen over dit onderwerp?

Ga naar de research pagina

'Fiduciair Management, Integraal
Balansbeheer en LDI' op

www.financialinvestigator.nl/research



CONCLUSIE

De basis van het fiduciaire model is strakke regievoering over en implementatie van het beleggingsbeleid van een pensioenfonds. Fiduciair management betekent dat de fiduciair op de best mogelijke wijze, dus zonder in de eerste plaats naar zijn eigen belangen te kijken, de klant bedient. Als een pensioenfonds een heel specifieke visie heeft op het aansturen en inrichten van de beleggingsportefeuille, moet het de fiduciair de ruimte geven die visie en de implementatie daarvan uit te voeren. Het is uitermate belangrijk dat de communicatie

tussen fiduciair manager en pensioenfonds sterk is. Wel dient duidelijk te worden vastgelegd wie, de fiduciair of het pensioenfonds, voor welke processen de verantwoordelijkheid draagt. De toegevoegde waarde van een fiduciair is uiteindelijk een uitvloeisel van het beleggingsresultaat. Er mag van worden uitgegaan dat de toekomstige pensioencontracten meer individueel zullen zijn. Daardoor komt er mogelijk minder ruimte voor illiquide beleggingen en komt ook de renteafdekking in een ander licht te staan.