

# Laten we het nieuwe samenwerkingsmodel gezamenlijk vormgeven

Door Ronald Bruins Fotografie Cor Salverius Fotografie



Dat ESG en de Wet toekomst pensioenen een flinke invloed hebben op het vakgebied van fiduciair management, behoeft geen betoog. Maar over wat voor invloed hebben we het dan? Pensioenbestuurders en fiduciaire managers gingen daarover samen in gesprek. Met ESG en de Wtp wordt de wereld complexer, maar pensioenfondsen en fiduciairs vinden elkaar bij het uitzetten van de koers. ‘Laten we het nieuwe samenwerkingsmodel gezamenlijk vormgeven.’

Maar liefst vijf thema's passeerden de revue. De één nog urgenter dan de ander. Achtereenvolgens kwamen de selectie en de rol van de fiduciair manager, liability driven investments, ESG en de Wet toekomst pensioenen aan bod. Onafhankelijk pensioenbestuurder Evalinde Eelens trapte de discussie af door te vragen naar de selectiecriteria van pensioenfondsen bij het zoeken naar een nieuwe fiduciaire manager. Lodewijk van Pol gaf een schot voor de boeg. ‘Performance, people, planet, price en commitment. Dat laatste steekt er voor mij bovenuit. Commitment gaat over vermogensbeheer en heeft ook aspecten van consultancy in zich. Fiduciair managers worstelen met die twee uitgangspunten. Heden ten dage is het de uitdaging in hoeverre fiduciair managers nog maatwerk kunnen leveren aan hun klanten. Vooral omdat de wereld met de Wet financieel toezicht, de fiscaliteit en onderwerpen als ESG en de Wet toekomst pensioenen complexer is geworden.’ Rik Albrecht: ‘Functiescheiding vind ik ook een belangrijk item. Het aanbieden van eigen fondsen staat steeds verder onder druk. De taken voor regie, managersselectie, vermogensbeheer en rapportage moeten bij aparte organisaties worden ondergebracht, zodat er countervailing power is.’

### Wat mogen verdienen

Carolien van Eggermond wijst op de kosten. ‘Als je een goede fiduciair manager wilt, kun je niet op de laagste kosten gaan zitten en toch vragen om continuïteit en kwaliteit. Dan moet een fiduciair manager ook wat mogen verdienen. Het belangrijkste voor mij is dat de samenwerking onafhankelijk en toekomstbestendig is.’ Bart Kuijpers: ‘Je wilt ook niet dat onderwerpen door het opknippen van diensten tussen wal en schip vallen. Ons verdienmodel is overigens niet gebaseerd op de assets binnen onze organisatie, maar puur op de services die we bieden.’

Het is volgens Albrecht de vraag of je als pensioenfonds het one stop shop-model, zoals fiduciairs dat nu hanteren, wilt blijven omarmen. ‘Kies je voor één grote partij die het hele beleggingsproces voor je uitvoert, of wil je de organisatie modulair opbouwen? Je rapportages koop je in dat laatste geval bij de ene partij, het vermogensbeheer bij een andere. De managersselectie hier en de regie daar. Dit nieuwe modulaire governance model krijgt steeds meer navolging. Ik denk dat het one stop shop-model in de toekomst niet houdbaar is.’

### Uitdagingen en investeringen

Ralph van Daalen slaat aan op het woord commitment. ‘Precies dat zorgt voor investeringsvermogen. We staan aan de vooravond van een grote pensioenhervorming die ook voor fiduciair managers tot uitdagingen en investeringen leidt. Het commitment zou voor mij dan ook een belangrijk selectie criterium zijn. Dat stelt je in staat om het juiste talent aan te trekken.’ Over het one stop shop-model is Van Daalen niet negatief. ‘Als je in staat bent over de hele keten de regie te hebben, dan kan dat een model zijn. Waarom niet? Ik heb in elk geval het gevoel dat veel van onze klanten het fijn vinden dat wij de regie voor hen pakken als ze zelf niet het bestuurlijke apparaat achter zich hebben staan om de regie over te nemen. Maar we zien ook wel dat onderdelen van de keten worden uitbesteed.’

### Voorzitter:

**Evalinde Eelens,**  
Onafhankelijk  
Pensioenfondsbestuurder

### Deelnemers:

**Rik Albrecht,**  
Professioneel  
Pensioenfondsbestuurder  
Vermogensbeheer  
**Ralph van Daalen,**  
Goldman Sachs Asset  
Management/NN Investment  
Partners  
**Carolien van Eggermond,**  
Professioneel Bestuurder  
en Toezichthouder  
**Niels Horst,**  
Aegon Asset Management  
**Bart Kuijpers,**  
Columbia Threadneedle  
Investments  
**Lodewijk van Pol,**  
Onafhankelijk Adviseur en  
Bestuurder



### VOORZITTER

Evalinde Eelens

Evalinde Eelens is Onafhankelijk Beleggingsdeskundige en richtte in 2018 Ravenna Consulting op. Zij adviseert over beleggingen, vermogensbeheer, financieel risicomanagement, pensioenfondsenbeheer en duurzaam beleggen. Eelens werd in 2018 Bestuurslid bij BPF Particuliere Beveiliging en in 2019 bij Pensioenfondsen PostNL. Sinds januari 2023 is zij Lid van de Beleggingscommissie van het Getronics UK Pension Plan in het Verenigd Koninkrijk.



Rik  
Albrecht

Rik Albrecht is betrokken bij diverse pensioenfondsen als Professioneel Bestuurder, Voorzitter beleggingscommissie en Toezichthouder. Tevens is hij Adviseur bij Roccade Advies. Eerder was hij Consultant bij Aon Hewitt en portefeuille-beheerder bij APG en DBV levensverzekeringen. Verder geeft Albrecht workshops ethiek voor de beleggingswereld. Hij heeft Economie gestudeerd aan de universiteiten van Maastricht en Birmingham.



Ralph  
van Daalen

Ralph van Daalen is Hoofd Fiduciaire Klanten bij Goldman Sachs Asset Management (NN Investment Partners) en beschikt over 20 jaar ervaring in de financiële sector. In die periode heeft hij institutionele beleggers geadviseerd op zowel actuariële vraagstukken, als op uiteenlopende beleggingsvraagstukken en ALM-studies. Eerder was hij werkzaam voor Robeco, BMO Global Asset Management en WTW.



Carolien  
van Eggermond

Carolien van Eggermond is Onafhankelijk Beleggingsprofessional. Na ruim 25 jaar actief te zijn geweest in het bankwezen op het gebied van derivaten, treasury en securitisatie, werkt zij nu als Bestuurder, Toezichthouder of Adviseur bij diverse financiële instellingen. Zo is zij momenteel Bestuurder bij BpfBouw, Lid van de beleggingscommissie van SNS Reaal Pensioenfonds en Lid van de RvT van Pensioenfonds Notariaat.



Niels  
Horst

Niels Horst is sinds 2019 werkzaam als Account CIO bij Aegon Asset Management. Hij is verantwoordelijk voor alle onderdelen van de fiduciaire dienstverlening aan zijn klanten. Eerder werkte hij als ALM- en Investment Consultant bij Ortec Finance. Daarna vervulde hij de rol van Senior Client Portfolio Manager en Head of Client Management bij MN. Horst studeerde Bedrijfs-wiskunde & Informatica aan de Vrije Universiteit in Amsterdam.



Bart  
Kuijpers

Bart Kuijpers is Managing Director, Global Head of Fiduciary Management en Lid van de directie bij Columbia Threadneedle Investments Nederland. Eerder was hij Oprichter en CEO van een pensioenuitvoeringsplatform in een joint venture met Credit Suisse en Swiss Re, dat in 2017 werd verkocht aan ABN AMRO. Kuijpers werkte ook bij verschillende investeringsbanken in het VK. Bij ABP Investments was hij Fondsmanager van het Structured Finance Fund.



Lodewijk  
van Pol

Lodewijk van Pol is sinds 2018 Onafhankelijk Fiduciair Bestuurder en Adviseur voor institutionele beleggers. Hij is Bestuurder van Pensioenfonds Notariaat en Uitvoerende Bestuurder Vermogensbeheer bij Pensioenfonds voor Personeelsdiensten (Stipp). Eerder was Van Pol werkzaam bij Lombard Odier Investment Management en Willis Towers Watson. Verder is hij Lid van de Private Equity Commissie bij CFA Society VBA Netherlands.

Niels Horst reageert: 'Wat ik niet meer zie nu we op weg zijn naar het veranderende pensioenstelsel, is dat je als fiduciair manager alleen een aanbieder bent van vermogensbeheer. Ik denk dat het belangrijk is dat je echt aandacht kunt besteden aan het pensioenfonds, om ze in de ontwikkelingen mee te nemen. Advies en het begrip van de wereld rondom de wijzigingen is ongelooflijk belangrijk. Dat vertaalt zich direct door in de beleggingsproducten die je kunt aanbieden. Dat kunnen zowel externe als interne producten zijn. Met de nieuwe pensioenwet komt er meer behoefte aan dagelijkse doorkijkjes van de portefeuille. Dat vraagt om strakke communicatielijnen tussen de onderdelen in de keten. Dat moet goed georganiseerd worden. Volgens mij kan een fiduciair manager dat juist heel goed.'

#### Niet-financiële risico's nemen toe

Eelens wil weten welke rol de niet-financiële risico's van een fiduciair manager spelen. Van Pol: 'Het belang van die risico's neemt alleen maar toe. Denk alleen al aan het reputatierisico, het ICT-risico en de risico's rond ESG, data-management of de wettelijke rapportageplicht. Het lastige voor een pensioenbestuurder is: hoe beoordeel je al deze risico's? Helemaal als je bedenkt dat de pensioenbestuurder uiteindelijk voor alles verantwoordelijk is. Maar hoe ver moet je als bestuurder de details in, terwijl je afhankelijk bent? Het antwoord begint voor mij bij het zoeken naar de balans vanuit je strategische uitgangspunten als pensioenfonds.' Van Eggermond:

**'Het belang van risico's neemt alleen maar toe. Denk alleen al aan het reputatierisico, het ICT-risico en de risico's rond ESG, datamanagement of de wettelijke rapportageplicht.'**

‘De wetgeving met betrekking tot het uitbesteden aan partijen en hun onderaannemers is al heel belangrijk geweest. Er is ook meer aandacht voor het risico-beheersingsaspect, onder andere met ISAE-verklaringen en de COS. Waar deze vroeger minder scherp werden gelezen, worden deze nu nauw onder de loep genomen, onder andere door ons bestuursbureau. Als pensioenfondsen wil je het inzicht hebben dat de controls bij de fiduciair manager en de vermogensbeheerders ook daadwerkelijk goed belegd zijn.’ Kuijpers ziet de vragen daarover aan zijn adres toenemen. ‘Bijvoorbeeld een vraag als: mogen wij toegang tot je investment risk oversight of informatie over legal en compliance?’ De vragen daarover beginnen bij het vaststellen van de risk appetite, beschouwt Van Eggermond. ‘Dat is nog best een zoektocht voor een pensioenfonds. Wat is het niet-financiële risico dat we op beleggingen willen lopen? Het antwoord op die vraag, waar we als pensioenfondsen ook een spade dieper moeten gaan, bepaalt ook het antwoord op die vervolgvragen.’

### **Datakwaliteit en belangenconflict**

Albrecht ziet vooral twee niet-financiële risico's boven het maaiveld uitsteken. ‘Eén is datakwaliteit. Bij het solidaire contract moet het gerealiseerde fondsrendement doorgesluisd worden naar de individuele potjes in de vorm van beschermings- en overrendement. Hoe ga je dat doen? Als je dat fout doet, kun je dat niet herstellen door dat foutje te verhalen bij een andere deelnemer. Daarom is de datakwaliteit en de communicatie tussen de beleggingsadministratie en de pensioenadministratie van enorm belang. Nummer twee is het belangenconflict binnen de fiduciair. Dat conflict is al ingebouwd. Ik geef ethiektrainingen aan vermogensbeheerders. Dat zijn onder andere fiduciairs. Uit de gesprekken met mijn cursisten blijkt dat ze allemaal het juiste willen doen, maar ze worstelen met de belangenconflicten die zijn ingebouwd in het fiduciaire one stop shop-model. Als je alle taken onder één dak brengt, de regie voert, adviseert over je eigen producten en daarover rapporteert, dan bouw je een conflict in. Dat is onderdeel van het businessmodel.’ Kuijpers reageert: ‘Ik ben het er niet mee

## **‘De transitie van cohorten naar individuele potjes moet je in een naadloze samenwerking gieten.’**

eens dat het je eigen producten zijn. Je voert een beleggingsmandaat uit. Het is niet zo dat fiduciaire managers denken ‘we schuiven ons eigen fonds dat slecht presteert naar voren’. Dat zit inherent niet in het businessmodel, want je hebt je te houden aan het mandaat en aan de procedures ten aanzien van managerselectie.’

### **Minimale ruimte**

Van Daalen beaamt dat. ‘Het is technisch zo ingeregeld, dat je slechts minimale ruimte hebt om de portefeuille op eigen initiatief aan te passen. Je hebt een adviserende rol, het bestuur besluit en is verantwoordelijk. Dat heeft ertoe geleid dat de governance versterkt is en dat de focus verbreed is van alleen financiële risico's naar ook niet-financiële risico's. Dat is voor mij logisch.’ Horst: ‘Je mag van de fiduciair manager verwachten dat die de pensioenbestuurder helpt bij het nemen van diens verantwoordelijkheid en het inregelen van de governance. Niet-financiële risico's krijgen tijdens de selectie van fiduciairs terecht meer aandacht. In hoeverre hebben ze de governance op orde en kunnen ze ook op dat vlak comfort geven? Inclusief kijkjes in de keuken bij de fiduciair.’

Van Eggermond legt daarop een vraag op tafel: ‘Hoeveel tijd besteden beleggingscommissies aan niet-financiële risico's? In mijn beeld is het nog maar een klein deel van de tijdbesteding.’ Kuijpers: ‘Heel veel tijd, zeker op het gebied van ESG. Want die risico's vertalen zich ook door naar financiële risico's.’ Van Eggermond: ‘Dit vakgebied is in ontwikkeling, is mijn constatering. Terwijl we in al die eeuwen al wel meer gevoel bij financiële risico's hebben ontwikkeld.’ Horst: ‘Inderdaad. Je ziet dat de aandacht toeneemt, maar er zou nog meer aandacht kunnen en moeten zijn. Het zijn wel twee dingen: de governance op de operationele risico's, dus hoe de fiduciair manager zorgt dat het bestuur verantwoordelijkheid kan >

nemen over uitbestede diensten, en de niet-financiële risico's in het beleggingsbeleid, zoals de datakwaliteit bij ESG of het reputatierisico bij private equity.'

### Risicohouding van het fonds

'Onder het nieuwe pensioenstelsel is de risicobereidheid een belangrijke inputvariabele voor de risicohouding van een pensioenfonds', vervolgt Van Daalen. 'Als fiduciair manager willen we daar het gesprek over aangaan en daarover sparren. Hoe gaan risicobudgetten impact hebben op de keuzes die je gaat maken?' Horst: 'Het is belangrijk het daar over te hebben, want onder het nieuwe pensioenstelsel is er meer verbinding tussen de risicohouding van de achterban en de beleggingen. Hoe vertaal je de uitgangspunten van de achterban in het beleggingsbeleid en de portefeuille? Het is de verantwoordelijkheid van het pensioenbestuur om plaats te bepalen tussen 0 en 100% risico.' Van Eggermond: 'Dat is best een moeilijke. Voor pensioenfonds gaat dit weg van dekkingsgraden naar een vertaling in pensioenuitkomsten. Die vraag is er vooral een voor onze achterban, de sociale partners. Zij worstelen daar nog mee.' Van Daalen: 'Daar kunnen fiduciaire managers met hun kennis over defined contribution hun vakkennis en ervaring inbrengen. Ze kunnen bijvoorbeeld de gewenste risicohouding voor de lange termijn doorrekenen.'

### Grote hoeveelheden data

Die overweging betekent ook een nieuwe ALM-studie. Van Eggermond: 'De ALM kan niet zonder inbreng van fiduciair managers tot stand komen, mogelijk naast een ALM-adviseur. Al was het maar omdat een pensioenfonds de grote hoeveelheden data die voor doorrekeningen nodig zijn, niet heeft en omdat de fiduciair manager uiteindelijk in staat moet zijn de adviezen te implementeren

en te monitoren.' Van Pol: 'Meerdere insteken komen hier samen. Onder andere de vraag aan de deelnemers hoeveel risico zij willen nemen. We merken in de praktijk dat deelnemers beperkt reageren als we hen die vraag stellen, bijvoorbeeld bij een risicopreferentieonderzoek. En als ze wel reageren, ontstaat er een heel diffuus beeld. Daarmee komt de verantwoordelijkheid meer bij het pensioenbestuur te liggen, een zorgplicht. Die kan zich ook baseren op wetenschappelijke inzichten en kennis over het eigen deelnemersbestand. Al die invalshoeken moeten bij elkaar komen. Ten aanzien van de ALM-studie moet de fiduciair manager zo goed mogelijk de aannames van de consultant kunnen challengen.'

### Via een bestuursbureau

Regievoering wordt belangrijk, stelt Albrecht. 'Dat zou in het integrale model kunnen, maar ook in het modulaire model. Een aantal pensioenfonds koopt modulair diensten in en verbindt die onderdelen via een regisseur aan elkaar. Dat kan het bestuursbureau doen of het kan worden uitbesteed aan een aparte regisseur. Ook dat zie ik voorbijkomen.' Van Eggermond: 'Ik geloof dat een integraal model in essentie best makkelijk is voor een pensioenfonds. Dat wil niet zeggen dat het pensioenfonds er periodiek geen onafhankelijke derde bij moet halen, bijvoorbeeld om de fiduciair te benchmarken. Zijn de kosten marktconform? Verricht de fiduciair wel genoeg diensten? Zijn de resultaten op peil? Je zou zo'n doorlichting op zijn minst eens per drie tot vijf jaar moeten doen.'

### Performance monitoren

Horst: 'Ik denk dat alle blokjes bij elkaar laten brengen door één regisseur moeilijk is. Laten we het nieuwe samenwerkingsmodel vooral samen vormgeven. Van de beste beleggingsoplossingen tot aan de governance.' Kuijpers: 'Op zich zijn het selecteren van een fiduciair manager en de samenwerking zelf nog de minst moeilijke aspecten. Het lastige zit in wat je doet bij bijvoorbeeld onderperformance binnen het mandaat. Dat moet je eigenlijk ook al vooraf afspreken, op het moment dat je de samenwerking

'Als je als pensioenfonds echt wilt beleggen om de wereld te verbeteren, neigt dat weer naar een meer activistische, geconcentreerde en actief beheerde portefeuille.'

aangaat.' Er moeten volgens Van Daalen verder vooraf afspraken gemaakt worden over het gebruik van eigen fondsen. 'Dat kun je uitsluiten als pensioenfonds. En het is ook logisch om vast te leggen hoe de managerselectie van zowel interne als externe strategieën wordt gedaan en hoe je de performance monitort. Die aspecten moet je als pensioenfonds langs dezelfde meetlat leggen, door een partij die op ruime afstand staat van de beleggingsteams die beoordeeld worden.'

### Flows naar de deelnemers

Bij de uitvoering van het nieuwe pensioencontract moet de datakwaliteit goed zijn. Daar hamert Kuijpers nog eens op. 'De transitie van cohorten naar individuele potjes moet je in een naadloze samenwerking gieten. Dat is geen sinecure, want je hebt met verschillende inrichtingen te maken. Die van de custodian, de pensioenadministratie, de beleggingsadministratie en de flows van en naar de deelnemers. Wij gaan pensioenbesturen en beleggingscommissies inzicht geven via een nieuw pensioenportaal. Ze hebben daarmee een sturingstool om in control te blijven.' Van Daalen: 'Je moet als pensioenfonds eigenlijk alle stakeholders in één hok zetten om het operationele model uit te werken. Ik zie nu dat sommige pensioenfondsen, die geen custodian maar zelf een administrerende functie hebben, met de handen in het haar zitten. Hoe ga ik de informatie in het nieuwe pensioenstelsel ontsluiten richting deelnemers?' Horst: 'Ja, de operationele achterkant moet op orde zijn. Zeker omdat zoveel onderdelen van dezelfde data gebruikmaken.' Van Eggermond: 'Omdat je te maken hebt met een overgang in één keer, is het de vraag wat er gebeurt als je een fout maakt. Of als er een nacalculatie is. Hoe kun je deze verrekenen? Heeft die fout of nacalculatie consequenties voor het eigen vermogen of de omvang van de potten van deelnemers? Wanneer ga ik dan vervolgens deelnemers aanschrijven? Al die mogelijke scenario's zul je vooraf moeten bekijken.' Van Pol: 'In de nieuwe situatie krijg je een compleet ander spel, met maandelijks afsluitingen van de beleggingswaarde en de participatiewaarde. Daarbij wil je niet achteraf moeten corrigeren.'

**'Als je alle taken onder één dak brengt, de regie voert, adviseert over je eigen producten en daarover rapporteert, dan bouw je een conflict in.'**

### Bij derde partij of bij fiduciair?

De discussie tijdens de Ronde Tafel gaat door naar liability driven investments (LDI). 'Heeft het de voorkeur om deze bij een derde partij te beleggen, of bij de fiduciair manager?', vraagt gespreksleider Eelens. Van Pol reageert: 'Dat is bijna een gewetensvraag. Ik merk dat pensioenfondsen verschillende keuzes maken. Ik kan daarom voors en tegens noemen. LDI is in de huidige contractvorm binnen het Financieel Toetsingskader (FTK) heel nauw verweven met balansmanagement. Dan zit er dus een voordeel aan om dat bij een fiduciair neer te leggen. Maar dat hoeft niet per se. Je kunt het ook helemaal scheiden, ook in verband met het eerdere belangenconflict dat we constateerden. Er zijn voldoende partijen die dat naadloos aanbieden. In het FTK-model heeft dat praktische pluspunten en kostenvoordelen. Als je kijkt naar de Wet toekomst pensioenen, wegen die minder zwaar. Je hebt namelijk geen echte matchingstrategieën meer. Daarmee verdwijnt het voordeel om LDI bij een fiduciair te beleggen.'

>



Eind vorig jaar verkeerde Groot-Brittannië in een LDI-crisis, constateerde Eelens. ‘Maakt het dan uit of je je LDI-portefeuille extern onderbrengt of bij de fiduciair?’ Horst: ‘Het was een liquiditeitscrisis. In het huidige FTK-model is het van belang dat je die liquiditeit kunt overzien en kunt aansturen. In Groot-Brittannië zag je dat de portefeuillononderdelen die liquiditeit nodig hadden niet bij die liquiditeit konden komen. Dat maakt het complex. Dat probleem is in het Nederlandse pensioenstelsel veel minder aan de orde. De balans kan hier veel meer integraal worden beheerd.’

### Aap uit de mouw

‘Als de fiduciair de LDI niet op zich neemt, komt de aap uit de mouw’, zegt Albrecht prikkelend. ‘Als je als fiduciair geen enkele belegging meer mag beheeren, gaat de lol er gewoonweg af. Waarom hebben vermogensbeheerders tien à vijftien jaar geleden allemaal zo’n fiduciaire winkel opgezet? Als verkoopkanaal voor de huisfondsen. Als dat niet meer mag, verlies je dus ook de schaalvoordelen die daarmee gepaard gaan. Daar komt bij dat de fees voor fiduciair management zonder vermogensbeheer niet voldoende zijn. De inkomsten die je sec krijgt op fiduciair management, ben je zo weer kwijt aan kosten voor personeel, kantoor, IT, enzovoorts. Door dat mechanisme trekken vermogensbeheerders steeds vaker de stekker uit fiduciair management. Dat is een consequentie van de keus om LDI niet bij de fiduciair

manager te beleggen.’ Daarmee constateert Albrecht ook dat de fiduciaire fee alleen niet voldoende is. Van Eggermond haakt aan. ‘Dat zeg ik ook. Als deze dienstverlening duurder is, moet je ook meer willen betalen om tot optimaal management te komen. LDI gaat over balansmanagement en dan krijg je bijvoorbeeld ook sturing op de liquiditeit. Het is overigens niet alleen LDI, maar de fiduciair manager moet toegang hebben tot de fondsen waar liquiditeit in zit. Ze hebben dan heel veel tools nodig om dat te kunnen doen.’

### Juiste afspraken

Volgens Van Daalen werkt het model in beide varianten. Dus uitbesteed aan een derde partij of ondergebracht bij een fiduciair manager. ‘Om crisissituaties zoals in Groot-Brittannië te voorkomen, moet je vooraf de juiste afspraken met elkaar maken. In Nederland werd de LDI-soep helemaal niet zo heet gegeten als in andere landen, omdat we LDI-mandaten al veel robuuster hebben neergezet. Dan werken beide varianten prima. Terugkomend op de vraag of het dan nog wel interessant is zonder LDI: die keuze is aan ons als fiduciair. Ja, de marges zijn niet zo hoog als bij een alternatieve boutique, maar een fiduciaire relatie gaan pensioenfondsen voor de lange termijn aan. In de ons omringende landen zijn er consultants die met een soortgelijk verdienmodel een behoorlijke business hebben.’

### Sleutelfunctiehouder

Hoe gaan pensioenfondsen, en in navolging daarvan fiduciair managers, invulling geven aan de uiteenlopende eisen in duurzaam beleggen? Albrecht verwacht dat er aparte functionarissen voor dit onderwerp komen. ‘We kennen nu al sleutelfunctiehouders voor bijvoorbeeld audit of actuariel. Ik denk dat hier ook specialisten voor gaan komen, om te zorgen dat het pensioenfonds compliant is, dat er rapportages zijn en om ervoor te zorgen dat beleid wordt voorbereid. Dat kan vooral bij grote pensioenfondsen, maar kleinere pensioenfondsen kunnen die expertise wellicht inhuren bij een extern bureau. Wat ik wel wil benadrukken: dit onderwerp overstijgt de beleggingen. Maatschappelijk verant-



woord beleggen is echt een bestuurs-aangelegenheid.' Het tweede punt dat Albrecht naar voren brengt, gaat over de EU Taxonomie. Die maakt duidelijk welke activiteiten wel of niet duurzaam mogen heten, op grond van hun bijdrage aan maatschappelijke thema's en aan het voorkomen van klimaatverandering of het beperken van de gevolgen ervan (adaptatie). 'De EU Taxonomie bepaalt in wezen wat goed en wat slecht is. Als pensioenfondsen in hun SFDR-rapportage hoog willen scoren en daarom hun beleggingen gaan aanpassen in lijn met de taxonomie, dan bestaat het risico dat beleggingsportefeuilles meer een eenheidsworst worden. Daar komt bij dat portefeuilles steeds meer geconcentreerd kunnen worden. De afgelopen jaren was de trend om passief te beleggen. Maar het zou kunnen dat dit pendulum weer de andere kant op zwaait. Als je als pensioenfonds echt wilt beleggen om de wereld te verbeteren, neigt dat juist weer naar een meer activistische, geconcentreerde en actief beheerde portefeuille. Het is de vraag wat de deelnemer daarmee opschiet.'

### Ambitie formuleren

Ten principale is het aan het pensioenfonds om een ambitie op dit vlak te formuleren, meent Van Pol. 'Er ligt nu namelijk nog helemaal geen wettelijke verplichting omtrent duurzaam beleggen, behalve dan de sanctielijsten van de EU en de VN. Je hebt alleen een rapportageverplichting. We zijn over duurzaam beleggen in gesprek met de Eerlijke Pensioenwijzer en we doen mee aan onderzoeken. Wij willen transparantie over ons beleid als pensioenfonds. Dat is onze verantwoordelijkheid. Maar tegelijkertijd zeg ik: we zijn geen filantropische instelling. We zijn een financiële organisatie en hebben in die zin een verantwoordelijkheid om risico, rendement en kosten tegen elkaar af te wegen. Let wel, daar is ESG bij gekomen en dat aspect is integraal. Maar we zijn niet op aarde gezet om als een pensioenfonds de wereld te verbeteren. Dat kunnen we ook niet.' Albrecht: 'Ik ben dat met je eens, maar daar verschillen de meningen wel over.' Van Pol: 'Ik vind natuurlijk dat we een bijdrage moeten leveren aan een duurzame samenleving. Daar loop ik niet

**'In de voorbereiding op de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel moet je nu al de stappen nemen die je kunt nemen.'**

voor weg. Integendeel. Maar we zijn geen activistische organisatie. We hebben immers de verplichting om gewoonweg een goed pensioen aan te bieden aan onze deelnemers. Als puntje bij paaltje komt, willen deelnemers dat ook.'

### Integraal en consistent

'We hebben een ESG-strategie aangenomen die de hele beleggingsketen bekijkt', vertelt Kuijpers. 'Daarbij willen we ESG integraal en consistent meenemen in de beleggingsstrategie. Het is nog veel werk om ESG te integreren in alle stappen en erover te rapporteren en om met ESG aan de slag te gaan. Overigens zie ik die eenheidsworst niet zo voor me. Per pensioenfonds zijn er uitgangspunten van wat dat specifieke fonds belangrijk vindt. Dat kan sociale samenhang zijn, dat kan de bebouwde omgeving zijn, enzovoort. De ambitie en de mate van meedoen verschillen per fonds. Zo kom ik de net zero-strategie steeds vaker tegen. Dat is een directieve richting in overeenstemming met het Akkoord van Parijs. Daar zit nog wel een keuze in: pak ik een aan het Parijsakkoord gelieerde benchmark, of kies ik een benchmark en integreer ik vervolgens bepaalde uitgangspunten van het Parijsakkoord zelf in de beleggingen? Het lastige bij dit alles is dat de datakwaliteit niet altijd voldoende is om echt zware keuzes op dit vlak te maken.'

Horst: 'ESG moet je integreren in het hele proces. Daar adviseren we ook over op meerdere vlakken. Met een ESG-strategie, maar ook met ESG-specialisten in de selectie-, monitorings- en beleggingsteams. Daarnaast hebben we een Responsible Investment-team van twintig collega's. Dat team is continu bezig met alle aspecten van maatschappelijk verantwoord beleggen. Integratie van ESG in >



het hele proces, van advisering tot uitvoering, is de toekomst.' Kuijpers aansluitend: 'We zien daarin wel een verschil tussen het Responsible Investment-team, dat belegt voor fondsen, en de ESG-beleggingsstrateeg. Die werkt echt voor de klant om diens strategie op dit vlak vorm te geven. Die benut wel de informatie uit het team, maar neemt zijn eigen beslissingen samen met de klanten over de invulling.'

### Complexe overgang

Als laatste komt de Wet toekomst pensioenen als apart onderwerp aan bod. Eigenlijk sjoepelde de Wtp al door de hele discussie heen, maar nu komt het specifiek onder de aandacht. Eelens stelt één van de hamvragen: 'Hoe wijzigt de dienstverlening van de fiduciair manager onder het nieuwe pensioenstelsel?' Van Eggermond: 'Sommigen zeggen dat er weinig verandert, maar dat is niet zo. De portefeuille verandert op korte termijn wellicht niet veel, maar de rol van liquiditeit wijzigt wel. Ik hoop dat fiduciairs rondom die overgang goede adviesfuncties gaan vervullen. Daarbij willen we geen duizend varianten die niet bijdragen aan een goed pensioenresultaat, maar mogelijk wel wat meer standaardisatie.' Horst: 'De overgang naar het nieuwe stelsel is absoluut complex. Wij horen niet bij degenen die zeggen dat er niets verandert in de portefeuille. Ik verwacht dat de rol van de fiduciair manager ook zal veranderen. De fiduciair manager moet een partner zijn op dit dossier. Trek vanaf het begin van de discussie over het nieuwe stelsel met elkaar op, om te kijken wat de belangrijkste keuzes zijn en hoe je die verder vertaalt. Daar hoort ook het schetsen van de niet-financiële risico's bij.' Van Pol: 'Er gaat inderdaad veel veranderen. Het concept van balansmanagement verdwijnt bijvoorbeeld compleet. En we hebben het al gehad over de rol van de fiduciair manager bij LDI. Ik weet nog niet of de ALM en de taken van fiduciair manager verweven worden. Als ik het afweeg, denk ik van niet. Maar we moeten wel met alle betrokkenen de transitie door.'

### Richting de ALM

Van Daalen constateert dat fiduciairs, zoals hijzelf, zich 'comfortabeler voelen'

**'De portefeuille verandert op korte termijn wellicht niet veel, maar de rol van liquiditeit wijzigt wel. Ik hoop dat fiduciairs rondom die overgang goede adviesfuncties gaan vervullen.'**

om richting de ALM te bewegen. 'Een heel groot deel van de ALM is de actuariële modellering. Die wordt in de nieuwe situatie een stuk minder groot. ALM gebruikte je in het huidige stelsel ook om het premie- en opslagbeleid te optimaliseren. Dat verdwijnt. Dan is het ook logisch dat we meer naar ALM bewegen, ook omdat we, in ons geval bijvoorbeeld, de fiduciair manager zijn die al vele jaren op dit gebied adviseert over de grootste DC-portefeuilles in Nederland. Daar verzorgen we ook de ALM-studie voor. Die competentie is makkelijk in te zetten voor de flexibele premieregeling en met een paar aanpassingen ook voor de solidaire premieregeling. Door dat alles voelen we ons comfortabeler om ook de ALM te doen. Overigens niet zozeer bij het transitie moment, omdat je daar vergelijkingen tussen defined benefit en de nieuwe regeling wilt doen. Daar zit nog wel een grote actuariële component in.'

### Eigen koers uitzetten

In de voorbereiding op de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel moet je nu al de stappen nemen die je kunt nemen, vindt Van Daalen. Horst is het daarmee eens. 'Je moet naar een zeker moment toewerken, maar de lange termijn blijft bestaan. Dat ene moment is dan wel bijzonder omdat er een herverdeling plaatsvindt. Je kunt dan ook voor dat ene moment kijken wat je kunt beschermen en verzekeren en wat dat dan kost.' Daarmee loodsen fiduciair managers zich samen door de veranderingen die de Wet toekomst pensioenen en ESG met zich meebrengen. We are in this together, wilden de deelnemers aan de Ronde Tafel maar zeggen. Van Daalen, opsommend: 'Dit zijn grote uitdagingen waarin we elkaar moeten zien te vinden.' ■

## IN HET KORT

Niet-financiële risico's worden steeds belangrijker, vooral ten aanzien van datakwaliteit.

Onder het nieuwe pensioenstelsel wordt regievoering onontbeerlijk. Die rol kan een fiduciair manager of een onafhankelijke derde op zich nemen.

Onder het nieuwe pensioenstelsel wordt het minder vanzelfsprekend dat de LDI-taak bij de fiduciair manager komt te liggen.

ESG gaat over meer dan alleen beleggingen. Maatschappelijk verantwoord beleggen is een bestuursaangelegenheid.

Voor fiduciair managers behoort ESG tot de kern van alle activiteiten.