



**RONDE TAFEL**

# FIDUCIAIR MANAGEMENT CONSULTANTS

Door Hans Amesz



Foto's: Fotopersburo Dijkstra

**Waarom zouden consultants er (soms) verstandig aan doen bepaalde pensioenfondsen te adviseren in zee te gaan met een fiduciair beheerder? En moet zo'n beheerder dan bij voorkeur uit de pensioenwereld komen? Hoe kan een consultant min of meer garanderen dat het bestuur van een pensioenfonds dat zich bij wijze van spreken overlevert aan een fiduciair beheerder, toch in control blijft? Dat is immers een eis van toezichthouder De Nederlandsche Bank. Waarop moeten fiduciair managers volgens consultants beoordeeld worden en hoe koppel je daar een prikkelende feestructuur aan? Waar gaat het met fiduciair management naartoe? Over deze en andere vragen hebben acht consultants bijna twee uur lang met elkaar gediscussieerd tijdens een rondetafelconferentie.**

**VOORZITTER**

**MARION VERHEUL,**  
INVESTMENT COMMUNICATION CONSULTANCY

**DEELNEMERS**

**HAROLD CLIJSEN,** STRATEGION INVESTMENT CONSULTANCY  
**ERIK GORIS,** GORIS & PARTNERS  
**RENÉ GORIS,** TOWERS WATSON  
**HAIJSE HOOS,** ASSET ADVISORS  
**WENDY DE JONG,** AVIDA INTERNATIONAL  
**JELLE KOOLSTRA,** MERCER INVESTMENT CONSULTING  
**ANTON VAN NUNEN,** VAN NUNEN & PARTNERS  
**CHRISTIAAN TROMP,** TROMP FIDUCIARY SERVICES

## SOMMIGE CONSULTANTS HEBBEN ZICH GESPECIALISEERD IN FIDUCIAIR BEHEER. WAT IS HET AANTREKKELIJKE DAARVAN?

**Christiaan Tromp:** ‘Het is zo interessant omdat je als fiduciair beheerder zoveel kunt betekenen voor pensioenfondsbestuurders, want die begrijpen alle ins and outs lang niet altijd helemaal. Fiduciair management kan in drie aandachtsgebieden verdeeld worden: strategische services, asset management services en verantwoording services. Elk van deze gebieden kan weer ontleed worden in processen en voor een consultant is het erg leuk om pensioenfondsen hierbij te helpen.’

**Wendy de Jong:** ‘In de pensioenfondsmarkt heb je twee werelden die elkaar ontmoeten. Dat zijn de dienstverleners en de fondsen die dienstverleners nodig hebben en die moeten elkaar op de een of andere manier vinden. Om tot een goede samenwerking te komen is maatwerk vereist. De consultant maakt op basis van wensen, achtergronden, cultuur, enzovoort een passende samenwerkingsvorm, begeleidt daarbij de selectie uit de aanbieders en zorgt uiteindelijk voor een goede fit. Fiduciair management is daarin een variant die voor sommige partijen een goede oplossing kan zijn.’

## MAAR WAAROM IS FIDUCIAIR BEHEER EEN TERREIN WAARVAN JULLIE ZEGGEN: DAAR MOET JE ZIJN?

**Jelle Koolstra:** ‘Wij willen graag adviseren over een adequate governancestructuur en wellicht dat fiduciair management daarvoor een oplossing is. Als een klant voor een fiduciaire oplossing kiest, zeggen wij echter dat we het selectieproces naar een fiduciaire manager niet willen begeleiden omdat de overlap met onze dienstverlening als consultant groot is en er daarom een conflict of interest bestaat in dit selectieproces.’

**Anton van Nunen:** ‘Deze antwoorden doen me denken aan medische studenten die zeggen opgeleid te willen worden om mensen te helpen. Laten we wel zijn: fiduciair beheer is een verrekt leuk product. Het concept deugt, hoewel er straks

ongetwijfeld andere modellen zijn die beter zullen werken. Het vertrekpunt moet de vraag zijn waaraan een goed pensioenfonds moet voldoen. Vervolgens kijk je als fiduciair manager wat er is en het verschil met wat er zou moeten zijn vul je op. Daarom is er ook ruimte voor verschillende fiduciair managers omdat de een iets beter kan invullen dan de ander. Er zijn overigens genoeg pensioenfondsen die heel veel zelf in huis kunnen en die hebben geen fiduciair manager nodig. Daarvoor zoek je bijvoorbeeld een bestuursbureau of een partij die asset managers selecteert.’

**Harold Clijsen:** ‘Fiduciair management is een van de mogelijke organisatievormen voor het vermogensbeheer van pensioenfondsen. Het aantrekkelijke van het model is dat een bestuur één aanspreekpunt heeft voor de aansturing van de portefeuille. Vooral pensioenfondsen met een beperkte organisatiecapaciteit kunnen hier hun voordeel mee doen. Echter, bij de keuze van het organisatievorm is het van belang goed te kijken naar de eigen mogelijkheden binnen het pensioenfonds en een afweging te maken van de plussen en minnen.’

**René Goris:** ‘Fiduciair management is een ontwikkeling in de markt die zich onmiskenbaar flink heeft doorgezet. Het is een oplossing voor een pensioenfonds dat zich geconfronteerd ziet met een governanceprobleem. Het gaat niet alleen om een assetfocus maar om integraal balansbeheer. Het concept van fiduciair management past heel goed bij een aantal pensioenfondsen, maar het is niet altijd succesvol geweest.’

**Koolstra:** ‘Het is wel makkelijk om te zeggen dat het concept zich bewezen heeft.’

**Hoos:** ‘Het concept aan sich werkt, maar je moet het natuurlijk wel op een goede manier neerzetten. Een voorwaarde is ook dat je met elkaar kunt samenwerken.’

**Van Nunen:** ‘Het concept van fiduciair management omvat heel veel dingen: van advies tot en met de laatste rapportage. Op al die gebieden kan heel veel fout gaan, dus je moet de belangrijkste onderdelen uiteraard het zwaarst laten wegen. Ik durf te beweren dat het concept zich bewezen heeft omdat risicomanagement centraal staat. Pensioenfondsen zijn nu tien keer zoveel tijd kwijt aan het nadenken over risico als vroeger. Waar het vroeger ging over het rendement als gevolg van het inzetten van risico, gaat het er nu vooral over ex ante in te schatten welke risico's er zijn. Dat is winst.’

**Koolstra:** ‘Daar heb je fiduciair management niet voor nodig gehad.’

**Van Nunen:** ‘Dat is juist, maar gelukkig is de fiduciair manager van nature geneigd om risicogericht te denken en daar heeft hij pensioenfondsen mee opgevoed. De laatste, zeg acht jaar, is het denken in Nederland over pensioenen geëvalueerd in de richting van het denken over risico. Het belangrijkste is dat de fiduciair manager het pensioenfonds duidelijk heeft gemaakt dat risico moet worden ingezet om geld op te leveren.’



**Harold Clijsen**  
Strategon Investment  
Consultancy

is werkzaam bij Strategon Investment Consultancy, gespecialiseerd in advies voor pensioenfondsen. Sinds zijn loopbaan als consultant (2008) heeft hij projecten begeleid als de organisatie van vermogensbeheer, risicomanagement, selectie van fiduciaire beheerders en de begeleiding van transitie. Daarnaast is hij door diverse pensioenfondsen als vaste adviseur aangesteld. Daarvoor werkte hij ondermeer bij Syntus Achmea Vermogensbeheer (div. functies waaronder Director Fixed Income & Treasury) en Rabobank (adviseur).



**Erik Goris**  
Goris & Partners

is Managing Director van Goris & Partners en adviseert institutionele investeerders over beleid, organisatie en uitvoering op het gebied van vermogensbeheer. Hij adviseerde diverse pensioenfondsen, verzekeraars en andere uitvoeringsorganisaties bij ingrijpende trajecten zoals reorganisaties, uitbesteding en complexe investeringstrajecten. Daarbij begeleidde hij tevens de selectie van diverse (fiduciare) vermogensbeheerders en bewaarbedrijven. Erik Goris heeft een uitgebreide achtergrond en ervaring in de financiële sector en werkte voorheen bij achtereenvolgens ING Wholesale Banking en Allen & Overy.

‘Waar het vroeger ging over het rendement als gevolg van het inzetten van risico, gaat het er nu vooral over ex ante in te schatten welke risico’s er zijn.’

## MOET EEN FIDUCIAIR MANAGER ECHT EEN ASSETMANAGER ZIJN OF JUUST EEN PARTIJ DIE UIT DE PENSIOENWERELD VOORTKOMT?

**Hoos:** ‘Het hangt ervan af wat de wensen en krachten van het pensioenfonds zijn. Waar kan een pensioenfonds zelf invulling aan geven, wat wil het uitbesteden, waar heeft het meer ondersteuning nodig?’

**René Goris:** ‘Ik denk dat de assetfocus in de toekomst minder zal worden. Er zal steeds meer over de dekkingsgraad gediscussieerd worden. Een fiduciair manager die minder dekkingsgraadgericht denkt, zal het veel moeilijker krijgen.’

**De Jong:** ‘Fiduciair managers die asset only denken hebben denk ik geen overlevingskans. Iedereen beseft dat er strategisch moet worden nagedacht en daar hoort bij dat er tevens vanuit de verplichtingen gedacht moet worden.’

## ER SCHIJNEN FIDUCIAIR MANAGERS TE BESTAAN DIE NAUWELIJKS LIJKEN TE BESEFFEN WAT EEN DEKKINGSGRAAD IS.

**Van Nunen:** ‘Dat een fiduciair manager wordt ingehuurd om te kijken naar het saldo tussen verplichtingen en activa is evident, daarvoor is hij op aarde en nergens anders voor. Activa-allocatie is het belangrijkste dat er is. De linkerkant van de balans laat zien wat een pensioenfonds kan, daar moeten de verplichtingen, om het zomaar te zeggen, in vertaald worden. De manier waarop je de portefeuille bouwt, hoe je omgaat met risico’s, dat is wat zorgt voor een fatsoenlijk pensioen tegen redelijke contributies.’

**Koolstra:** ‘Dat je uiteindelijk een goede financiële positie krijgt door een adequaat beleggingsbeleid is duidelijk. Maar je moet toch weten waar die positie voor nodig is, in zoverre zijn de verplichtingen leidend.’

**Erik Goris:** ‘In het verleden is er in het algemeen te veel gefocust op alleen de asset allocatie en te weinig op de link van de asset allocatie met de verplichtingen. Nu ligt de nadruk daar wel duidelijk op, er wordt meer dynamisch gemonitord en gemanaged. De discussie over fiduciair management heeft die ontwikkeling op gang gebracht. Het laatste sluitstuk, het op een dynamische wijze omgaan met balansmanagement, is recentelijk pas weer duidelijker op de radar gekomen.’

‘Het kan goed zijn dat je in bepaalde gevallen niet wilt werken met vooruitgeschoven posten van buitenlandse vermogensbeheerders of serviceverleners, maar dat je met een Nederlandse partij op beleggingsgebied wilt kunnen praten.’



**René Goris**  
Towers Watson

is sinds juni 2007 werkzaam bij Towers Watson als investment consultant. Hiervoor was hij gedurende 11 jaar werkzaam voor de Rabobankorganisatie als senior private banker. René is doctorandus in de Algemene Economie en staat ook ingeschreven als Register Beleggingsanalist bij de VBA. Binnen Investment Consulting is hij verantwoordelijk voor ondersteuning aan beleggingscommissies en besturen van vooral pensioenfondsen en charitatieve instellingen. Verder is hij betrokken bij managerselecties en is hij verantwoordelijk voor fiduciaire management selecties- en research.



**Haitse Hoos**  
Asset Advisors

is meer dan 15 jaar actief op het gebied van institutioneel vermogensbeheer. Haitse is afgestudeerd als econometrist op het gebied van risicomodellen. Na Lombard Odier (kwantitatief en risico manager) en Interpolis (hoofd vast-rentend) werd Haitse CIO bij VGZ, verantwoordelijk voor het eerste fiduciaire mandaat. Door de vele vragen op het gebied van (fiduciair) vermogensbeheer, bestuursondersteuning en risicomangement en zijn ervaring als vermogensbeheerder heeft hij Asset Advisors opgericht om van hieruit besturen als onafhankelijk professional te kunnen ondersteunen.

**Van Nunen:** ‘Er moet naar beide kanten van de balans gekeken worden en naar het surplus, wat je moet zien te sturen. In 2001 waren er zes partijen in de hele wereld die het fiduciaire concept, zoals dat toen was gedefinieerd, konden aanbieden. Die zes hadden één ding gemeen: surplus at risk. Ik vind het raar dat er daarna kennelijk fiduciairs zijn bijgekomen die een minder goed product aanboden.’

**Harold Clijnsen:** ‘Je kunt goed sturen als je vastlegt wat je eisen zijn. In het selectietraject moet je veel aandacht besteden aan de manier waarop de fiduciair beheerder werkt en wat de voor- en nadelen van deze partij zijn. Het is belangrijk dat de kwaliteiten van een specifieke beheerder aansluiten bij de doelstellingen en ideeën van het pensioenfonds. Daarom adviseren wij pensioenfondsen de eigen doelstellingen scherp te formuleren en daarnaast investment believes op te stellen.’

**Hoos:** ‘In principe is de ALM (Asset Liability Model)-studie een uitgangspunt, maar je kunt niet alleen tegen de fiduciair zeggen: hier is de assetmix en doe het daar maar mee. Je hebt ook zelf een

verantwoordelijkheid. Je moet aangeven wat je wilt en daar de fiduciair bij betrekken.’

**Tromp:** ‘Als een fiduciair zich niet interesseert voor de ALM-studie en alleen maar de uitkomst pakt, dan is hij wat mij betreft geen fiduciair manager. Een fiduciair manager doet eigenlijk al het mogelijke om het bestuur te ondersteunen en is er van begin tot eind bij betrokken. Je kunt een pensioenfonds goed bijstaan door de klankbordfunctie te vervullen. Je moet als fiduciair de hele Abtn (actuariële en bedrijfstechnische nota) doornemen om het hele traject te kunnen uitvoeren en het risico te managen. De Abtn geeft aan hoe het pensioenfonds georganiseerd is, wat de spelregels zijn, en vormt een belangrijk stuk verantwoordelijkheid naar De Nederlandsche Bank. Als fiduciair moet je naast het bestuur zitten en de verantwoordelijkheden goed kennen, dus moet je precies weten wat er in de Abtn staat.’

**Van Nunen:** ‘Het bestuur heeft een verantwoordelijkheid die de fiduciair nooit kan overnemen. Het bestuur mag het zelfs niet willen om die te delegeren.’

## IS HET VAN BELANG DAT DE FIDUCIAIRE MANAGER EEN NEDERLANDSE PARTIJ IS, MET HET OOG OP BIJVOORBEELD HET FINANCIËEL TOETSINGS KADER, SOCIALE VERHOUDINGEN, ENZOVORT?

**Van Nunen:** 'Het is van geen enkel belang of de fiduciaire manager Nederlands, Frans of Engels is, als hij er maar voor zorgt op de hoogte te zijn van de Nederlandse verhoudingen.'

**De Jong:** 'Daar ben ik het niet mee eens. Bij een goede samenwerking hoort een goede culturele fit. Dat betekent dat het voor sommige pensioenfondsen bijvoorbeeld lastig kan zijn om strategisch advies te krijgen van een Engelssprekende Fransman. Het is voor die fondsen beter als er om de hoek een professional zit die gewoon in Jip-en-Janneketaal kan uitleggen hoe het in elkaar zit, waarna de fondsen een beslissing kunnen nemen. In onze praktijk maken wij overigens wel eens mee dat een pensioenfonds bij voorbaat alle buitenlandse partijen uitsluit.'

**René Goris:** 'De essentie van fiduciair management is dat er een uitbesteding plaatsvindt van het hele beleggingsproces. Dat betekent dat de culturen van de fiduciair manager en het pensioenfonds op elkaar aan moeten sluiten.'

**Erik Goris:** 'Het pensioenfonds kijkt naar zijn eigen organisatie: wat kunnen wij aan, hoe willen wij werken, wat willen we zelf doen en wat willen we uitbesteden? Het kan goed zijn dat je in bepaalde gevallen niet wilt werken met vooruitgeschoven posten van buitenlandse vermogensbeheerders of serviceverleners, maar dat je met een Nederlandse partij op beleggingsgebied wilt kunnen praten.'

**Van Nunen:** 'Er zijn in de wereld een stuk of 25 fiduciair managers die de techniek beheersen om de verplichtingen en de activa met elkaar in overeenstemming te brengen, om een efficiënte portefeuille te bouwen en daar goed over te rapporteren. Als je nu de zeef gaat aanbrenge dat de fiduciair puur Nederlands moet zijn, krijg je in sommige gevallen niet de beste. Dat is jammer. Een pensioenfonds moet leren denken in termen als tracking error, value at risk, private equity en dan mag er geen Engelstalige manager zijn.'

## ALS JE HET HEEL STRIKT BEKIJKT LEVER JE JE ALS PENSIOENFONDS MET HUID EN HAAR OVER AAN JE FIDUCIAIR MANAGER. DAAR IS DE NEDERLANDSCHE BANK (DNB) HEEL KRITISCH OVER OMDAT EEN PENSIOENFONDS ALTIJD IN CONTROL MOET ZIJN. HOE GARANDEER JE NU ALS AANBIEDER, BESTUURDER, CONSULTANT, DAT DAT INDERDAAD ZO IS?

**Clijsen:** 'Ik zie het fiduciair management concept voornamelijk als een organisatiemodel waarbij de fiduciair vooral verantwoordelijk is voor de aansluiting van de diverse processen die bij het vermogensbeheer voor een pensioenfonds komen kijken. Daarbij is het van belang dat het bestuur duidelijke afspraken maakt over de taken en verantwoordelijkheden van die fiduciair beheerder.'

**Koolstra:** 'Het is een terechte zorg van DNB. Het concept van fiduciair beheer is toch wel gebracht als: wij lossen alles voor je op, ga maar lekker slapen. Dat is een levensgevaarlijke situatie.'

**Van Nunen:** 'Als dat zo is, wat ik niet kan beamen, zou je het fiduciair concept moeten verbieden. Je kunt niet de eindverantwoordelijkheid bij het bestuur weghalen, dat is nu precies wat je niet moet doen. Ik kan me ook niet voorstellen dat er een bestuur bestaat dat ervan overtuigd is van alles af te zijn als het een fiduciair manager benoemt. Sterker, als ik een opdracht krijg om een fiduciair manager te zoeken, zeg ik tegen het bestuur: één ding, het leven wordt er niet makkelijker op, het wordt duurder en moeilijker. Je leert en moet over andere dingen gaan nadenken, je krijgt een veel gecompliceerdere portefeuille, je krijgt veel meer alternatieven, de besluitvorming die nog steeds door jou genomen moet worden, is vele malen moeilijker dan zij ooit geweest is.'

**De Jong:** 'Het is logisch dat DNB aan het in control zijn veel aandacht besteedt. Veel pensioenfondsbestuurders worstelen er zelf ook mee. Het heeft te maken met deskundigheid, met gemaakte afspraken en het toezicht daarop, met hoe je het georganiseerd hebt.'

**René Goris:** 'Er zijn bestuurders die aangegeven hebben dat zij het gevoel hadden niet altijd volledig in control te zijn. Er is recentelijk door DNB onderzoek gedaan naar tien grote fondsen die een fiduciair manager hebben aangesteld. Daaruit bleek dat volgens DNB zes fondsbesturen niet in control waren. De eisen worden aangescherpt en het zou best eens kunnen dat er een commissie wordt ingesteld door DNB die de professionaliteit van pensioenfondsbesturen moet toetsen. Dan moet er waarschijnlijk een professionaliteitsslag in die besturen worden gemaakt.'

**Hoos:** 'Het is natuurlijk van het grootste belang dat het bestuur op de hoogte is van wat de fiduciair manager doet. Met betrekking tot het vermogensbeheer kan misschien makkelijk worden gedacht dat de fiduciair manager dat wel oplost, maar de uiteindelijke verantwoordelijkheid daarvoor ligt bij het bestuur. Daarom moet het bestuur, overigens niet alleen op het gebied van vermogensbeheer, zich eventueel laten bijstaan door mensen die als het ware als countervailing power van in dit geval de vermogensbeheerder kunnen fungeren en het bestuur inzicht geven in wat er in de portefeuille gebeurt, waar de risico's liggen. Het bestuur moet kunnen toetsen of de uitgangspunten van de ALM-studie ook in de praktijk worden gebracht en of het daar nog steeds gelukkig mee is. Mijn ervaring is dat fiduciair managers, vermogensbeheerders, bestuurders over onvoldoende onafhankelijke informatie beschikken. Daar is nog veel werk te verrichten.'

**Tromp:** 'Het is belangrijk dat er vanuit het bestuur een of twee mensen verantwoordelijk zijn voor de fiduciair, eventueel ondersteund door een externe deskundige. Het spreekt voor zich dat deze personen gedegen kennis moeten hebben van fiduciair management. Daarnaast is het van belang dat als er iets urgents is, bijvoorbeeld als er iets met de portefeuille aan de hand is,

dat de fiduciair een klankbord heeft en direct met de betrokken personen van het pensioenfonds contact kan opnemen.'

**De Jong:** 'Alles komt toch neer op goed en op maat organiseren. De oplossing is voor ieder pensioenfonds anders. En een bestuur kan nog zo in control zijn, er bestaat altijd een kans op ongelukken. DNB kan altijd dingen vinden en een Madoff zal altijd weer kunnen opstaan. Wat dat betreft heeft de financiële crisis een vergrootglas op de wereld gelegd en zijn we beter in staat de risico's in kaart te brengen. Belangrijk is dat we hebben geleerd hoe daarmee beter om te gaan. Dat is als het ware een cadeautje geweest van de crisis en we mogen hopen dat het niet vergeten wordt.'

**Hoos:** 'In ben ervan overtuigd dat er over een aantal jaren weer iets totaal onverwachts naar boven komt. Dat valt niet te voorkomen. Waar we voor moeten waken is dat we daarom alles dichtgooien. Ik bedoel dat we uiteraard wel risico moeten blijven nemen om het nodige rendement te behalen, maar daarbij wel in control zijn. De eisen van deskundigheid en in control zijn die DNB stelt en die besturen aan zichzelf zouden moeten stellen, zijn absoluut niet hoog genoeg.'

**De Jong:** 'Het is een illusie te denken dat je als bestuurder alles kunt weten. Wat erg belangrijk is, is dat je als bestuurder de kwaliteiten hebt om hoofd- van bijzaken te kunnen onderscheiden. Dat je begrijpt welke dingen je kunt overlaten aan anderen. Dat is echt een kunst. Naar mijn idee is dat heel moeilijk te vangen in objectieve eisen aan mensen. Dat werpt een ander licht op in control zijn dan dat je eist dat men álles weet.'

**Van Nunen:** 'Leidt fiduciair management ertoe dat het bestuur minder goed in control is? Ik beweer het tegenovergestelde, namelijk dat goed fiduciair management ervoor zorgt dat het bestuur veel beter dan vroeger in control is. Het krijgt namelijk veel beter advies en dus kunnen er betere beslissingen worden genomen. Een goed fiduciair stelt helder vast waar de verantwoordelijkheden liggen, want zeker Angelsaksische fiduciairs zijn als de duivel zo bang dat ze zelf beslissingen moeten nemen. Er wordt beter gerapporteerd dan ooit, dus alles is aanwezig om als bestuur juist beter in control te zijn. Het bestuur zit op dezelfde bok als vroeger, alleen met veel betere leidsels.'

## HOE BEOORDEEL JE DE FIDUCIAIR MANAGER EN HOE KOPPEL JE DAAR DE JUISTE FEESTRUCTUUR AAN OM HEM DE GOEDE PRIKKELS TE GEVEN?

**Tromp:** 'Fiduciair management is, als gezegd, meer dan alleen asset management. Het is van belang de te leveren diensten goed te beschrijven. In dit kader moet ook de feestructuur afgesproken worden. Je kunt die gestalte geven door een flat fee af te spreken tezamen met een bonus/ malus die afhankelijk is van de kwaliteit van de door de fiduciair geleverde diensten.'

**René Goris:** 'De fiduciair manager is ingehuurd om de dekkingsgraad te managen. Wij kunnen ons daarom voorstellen dat de performancefees in de toekomst meer gericht zullen zijn op het niveau van de dekkingsgraad dan op de behaalde rendementen.'

**Tromp:** 'Een fiduciair manager is zeker meer dan alleen een dekkingsgraadmanager. Dekkingsgraadniveau kan een van de criteria zijn die je meeneemt in je service level agreement (sla), maar zeker niet het enige.'

**Clijsen:** 'Omdat het fiduciaire concept voornamelijk een organisatorisch karakter heeft, ben ik voorstander van een vaste fee voor deze dienstverlening. Performance related fees zijn nuttig als er een specifieke doelstelling ligt om outperformance te behalen. Dit is met name het geval bij onderliggende managers van individuele mandaten.'

**Koolstra:** 'Het is een probleem om een goede maatstaf te vinden voor wat je wilt bereiken. Het lijkt logisch om de ontwikkeling van de dekkingsgraad te nemen. Maar moet ik een beheerder gaan belonen als de dekkingsgraad omhooggaat doordat de aandelenmarkt stijgt? Daar hoeft een beheerder niets voor te doen. Het is buitengewoon lastig om goede prikkels te vinden en wij zijn daar erg terughoudend in. Je zou eigenlijk moeten zeggen: je hebt een goed vast inkomen en dat moet voldoende stimulans zijn om je best te doen.'

**Hoos:** 'Iedereen moet gelijke belangen hebben bij een performance-fee. Als jij profiteert mag de fiduciair manager ook profiteren. Het is wel belangrijk dat je niet voor bèta gaat betalen, want dat is gratis te krijgen. En je moet ook zorgen dat er wordt gecorrigeerd voor het gelopen risico. Kortom, een risicogecorrigeerde performancefee voor een juiste benchmark. Ik wil niet zeggen dat die fees makkelijk zijn samen te stellen, maar het kan.'

**Tromp:** 'Dat ben ik niet met je eens. De belangen lopen niet samen door alleen maar een outperformancefee. De (out)performance is niet de belangrijkste doelstelling van het pensioenfonds. Je hebt een service level agreement en daar kunnen wel 50 levels van services in staan. Je wilt toch dat de fiduciair al die levels goed in de gaten houdt. Bij een outperformancefee heb je ook nog eens het risico dat als er in het eerste jaar bijvoorbeeld sprake is van een prima outperformance en in het tweede en derde jaar van een flinke underperformance, de fiduciair manager zijn high water niet meer haalt. Die outperformancefee haalt hij derhalve





**Wendy de Jong**  
Avida International

is Partner bij Avida International.  
Kernwoorden: instituten, governance, organisatiestrategie, jurist en bedrijfs-econoom, pensioenen. Wendy beschikt over ruime ervaring op het gebied van vermogensbeheer en pensioenbestuur. Na een carrière van ruim 15 jaar bij ABN AMRO en Alpinvest heeft zij zich toegelegd op het beoordelen en selecteren van leveranciers van (fiduciair) vermogens- en risicobeheerdiensten en het samenbrengen van partijen. Daarnaast is zij gespecialiseerd in bestuurlijke vraagstukken voor institutionele beleggers, pensioenfondsen en pensioenuitvoerders. Wendy is medeauteur van het boek 'Toezicht op Pensioenfondsen' (2007). Tevens bekleedt zij diverse toezichthoudende functies buiten de pensioensector.



**Jelle Koolstra**  
Mercer Investment Consulting

studeerde economie aan de Erasmus Universiteit te Rotterdam, met een specialisatie in monetaire economie en financiering en beleggingen. Hij startte zijn loopbaan op de beleggingsafdeling van het ABP als macro-economisch beleidsadviseur. Daarna specialiseerde hij zich verder als specialist aandelenbeleggingen, in eerste instantie als research analist, later als regiomanager voor het Verre Oosten. Begin 1997 maakte hij de overstap naar Mercer Investment Consulting. Daar adviseert hij beleggingscommissies en besturen van (pensioen)fondsen met betrekking tot alle aspecten van hun beleggingsbeleid.

‘Omdat het fiduciaire concept voornamelijk een organisatorisch karakter heeft, ben ik voorstander van een vaste fee voor deze dienstverlening.’

voorlopig niet meer, dus mocht je denken dat de outperformance-fee een incentive is, dan is deze er in ieder geval voor de komende jaren niet meer. Het zal je dan ook niet moeten verbazen dat de fiduciair niet meer zo hard zal draven.’

**Van Nunen:** ‘Ik vind een service level agreement (sla) helemaal niet in het voordeel van de klant. Dat hoeft het althans niet te zijn, het kan ook nadelig voor de klant zijn. Je krijgt in ieder geval nooit meer dan wat je in de sla afspreekt.’

**PENSIOENFONDSEN ZEGGEN DAT ZE MET HUN FIDUCIAIR ALLES HEBBEN VASTGELEGD IN EEN CONTRACT EN DAT DE FIDUCIAIRS ALLEEN MAAR DOEN WAT DAARIN STAAT. ZE Zouden NIET PRO-ACTIEF HANDELEN.**

**Erik Goris:** ‘In het verleden liepen de verwachtingen van aanbieders en klanten behoorlijk uiteen. Als je kijkt naar de toekomst en vraagt hoe dat beter kan, zie ik dat veel fiduciair managers

inderdaad meer klantgerichtheid ontwikkelen, in de zin dat zij de klant beter van dienst willen zijn.’

**De Jong:** ‘Wat vaak wordt vergeten bij het maken van een afspraak met een fiduciair manager is dat de mensen die bij de fiduciair werken er uiteindelijk voor moeten zorgen dat er een alignment of interest ontstaat. Naar die schakel moet je niet vergeten te kijken, want daardoor kan een vorm van mismatching ontstaan. Stel bijvoorbeeld dat met de fiduciair een performancefee op basis van dekkingsgraad is afgesproken maar de professionals krijgen een bonus als ze een nieuwe klant binnenhalen. Dan zijn die professionals druk bezig met het binnenhalen van nieuwe klanten en niet met bestaande klanten. Wat je met je fiduciaire dienstverlener hebt afgesproken heeft zich in zo’n geval niet vertaald in de juiste incentives voor diens medewerkers.’

**Hoos:** ‘Het is belangrijk dat je zoekt naar een partnership. Mensen moeten, los van hun bonussen, elkaar weten te vinden. Zij moeten



‘Het risico bestaat dat zuiver fiduciair management een marginale oninteressante business is voor de partij die dit aanbiedt.’



**Anton van Nunen**  
Van Nunen & Partners

is directeur/eigenaar van Van Nunen & Partners, adviesbureau voor institutionele beleggers, dat herstructurerings heeft doorgevoerd bij onder andere Interpolis, Van Spaendonck, VGZ-IZA, Pensioenfonds Campina, Uitvaartverzekeraar Yarden, Pensioenfonds van de Huisartsen en Medisch Specialisten, Grafische Bedrijfsfondsen, pensioenfondsen SCA, Cosun/Aviko/Suiker, Levensmiddelen, Telegraaf Media Groep, Cultuur, Prins Bernard Cultuurfonds, ZLTO en Allianz. Van Nunen is adviseur van de beleggingscomité's van diverse pensioenfondsen. In 2008 is hij uitgeroepen tot de Pensions Personality of the Year en in 2009 ontving hij de IPE Gold Award voor Outstanding Industry Contribution.



**Christiaan Tromp**  
Tromp Fiduciary Services

is oprichter van Tromp Fiduciary Services (TFS), heeft zijn sporen in de financiële wereld ruimschoots verdiend. Van 2006 tot 2008 was hij werkzaam als Hoofd Fiduciair Management bij Fortis Investments. In deze functie wist hij binnen één jaar zeer succesvol een wereldwijd opererende afdeling Fiduciair Management op te zetten. Hiervoor werkte hij bij een aantal gerenommeerde internationaal opererende financiële instellingen waarbij zijn focus voornamelijk lag op Fiduciair Management, waaronder: Atradius, Mn Services en Avery Dennis Corporation. Het product 'Evalueren van Fiduciair Management' van TFS is door Global Pension genomineerd voor 'Product launch of the year'.

voor elkaar dingen willen doen omdat ze daar van nature toe geneigd zijn. De fiduciair moet niet alleen willen doen wat in de sla staat en de klant moet niet wachten tot de fiduciair uit zichzelf met iets komt, want dat kan soms lang duren. Het is een wisselwerking.'

**René Goris:** 'Het betreft wel een zakelijke overeenkomst. Een pensioenfonds gaat met een fiduciair manager in zee om die en die reden, en dat moet je gewoon vastleggen in de service level agreement (sla). Als fondsen ontevreden zijn over hun ervaring met fiduciair management komt dat vaak omdat de gewekte verwachtingen niet zijn uitgekomen. Dat betekent dat van tevoren niet goed is afgestemd wat wel en niet verwacht kan worden. In de sla moet dus alles strakker worden vastgelegd.'

#### KAN EEN FIDUCIAIR MANAGER ZELF ASSET MANAGER ZIJN EN ZELF MANDATEN BEHEREN?

**Van Nunen:** 'Ik vind van wel. Als je als pensioenfonds een fiduciair manager inhuurt is een van zijn taken managersselectie. Dan eis ik

min of meer – min of meer omdat het bijna nooit zeker is dat hij het haalt - dat hij de beste managers ter wereld zoekt. Als hij nu toevaltig, omdat hij van huis uit assetmanager is, zelf een goed product heeft, bijvoorbeeld Japanse small caps, dan moet hij niet te bleu zijn zichzelf naar voren te schuiven. Ik weet dat er een conflict of interest kan zijn, maar so what, daar kun je volwassen mee omgaan. Dat sommige fiduciaire partijen vinden dat ze niet zelf als manager kunnen optreden staat netjes maar is natuurlijk flauwekul.'

**Clijsen:** 'De truc is om objectief aan te tonen dat het interne team, na kosten, bij de beste beheerders behoort. Dat blijft een lastige opgave. Met name bij actief beheerde portefeuilles, waar de beheerfee hoger ligt, is het commerciële belang aanzienlijk. Ik kan mij voorstellen dat er naar de toekomst steeds vaker een splitsing komt, waarbij de fiduciaire dienstverlening in een onafhankelijke separate organisatie komt te staan.'

**Koolstra:** 'Zolang het grote geld wordt verdiend met het pure vermogensbeheer hou je dit soort conflicts of interest. Daar

komt bij het spanningsveld dat de fiduciair zowel advies geeft als de uitvoering verzorgt en het feit dat het bestuur niet meer onafhankelijk gerapporteerd krijgt via een andere partij.'

**De Jong:** 'Het risico bestaat dat zuiver fiduciair management een marginale oninteressante business is voor de partij die dit aanbiedt. Je moet er alert op zijn dat partijen die fiduciair management aanbieden nog iets anders aan je willen verdienen. Alignment of interest is dus heel belangrijk.'

**Van Nunen:** 'Daar ben ik het niet mee eens. Ik heb fiduciaire beheerders ingehuurd die een flat fee van tussen de 6 en 9 basispunten krijgen. Dat is goed geld en geen marginale activiteit.'

**René Goris:** 'Zes basispunten is een fatsoenlijke fee als je 200 tot 300 miljoen euro wegzet bij een fiduciair manager. Dit is uiteraard wel afhankelijk van de inhoud van de dienstverlening. Als de fiduciair kan aantonen dat hijzelf op een bepaald gebied de beste manager is, kan hij zichzelf selecteren. Dat vind ik prima.'

**Hoos:** 'Natuurlijk willen fiduciair managers geld verdienen. Dat is niet erg, maar je moet wel van tevoren duidelijk afspreken waar de grens ligt. Er zijn partijen die zich fiduciair beheerder noemen en 98 procent intern doen. Dat kan niet geloofwaardig zijn: het idee was juist dat één partij niet in alles de beste kan zijn. Daarnaast gaat het ook om risicospreiding en dan niet alleen spreiding over asset-categorieën, maar ook spreiding van managers en managerstijlen.'

## HEBBEN PENSIOENFONDSEN WEL EEN FIDUCIAIR MANAGER NODIG? KAN EEN BESTUURSBUREAU DIE ROL NIET VERVULLEN?

**Van Nunen:** 'Volmondig ja.'

**Tromp:** 'Als je een bestuursbureau opzet, moet je daar kennis en kunde instoppen, anders heeft het geen zin. Je kunt je afvragen wie de fiduciair is als er ook sprake is van een bestuursbureau. Ik ben van mening dat dan eigenlijk het bestuursbureau de fiduciair is, wat natuurlijk niet uitsluit dat het bestuursbureau bijgestaan kan worden door een fiduciair manager.'

## WAT DE PRAKTIJK AANGAAT, WELKE RICHTING MOET HET OPGAAN MET FIDUCIAIR MANAGEMENT?

**Hoos:** 'Risicogestuurd beleggen, dynamisch risicobeleggen, zal de komende jaren sterk opkomen, ook als gevolg van de discussie over dekkingsgraden. Er zullen grote veranderingen komen in hoe dat gestuurd gaat worden.'

**René Goris:** 'Er komt ruimte voor nieuwe partijen die veel meer gericht zijn op de hele balans en het risicomanagement en dan met name op de assets.'

**De Jong:** 'Het fiduciair management zoals het ooit was, van A tot Z alles bij één partij, zal in de toekomst aan gewicht afnemen.'

Daar komt veel meer maatwerk voor in de plaats: gericht, modulair opgebouwd, kijken wat precies bij het pensioenfonds past.

**Koolstra:** 'De nadruk komt inderdaad te liggen op dynamisch beleggen met risicobudgetten. De fiduciair beheerder krijgt te maken met meer countervailing power van bijvoorbeeld een zware beleggingscommissie of bestuursbureau, ondersteund door een onafhankelijke consultant.'

**Van Nunen:** 'Ja, er moet meer countervailing power komen. De fiduciair is geen ongeleid projectiel maar wel iemand die veel meer kennis heeft op de activa-samenstelling dan jij als pensioenfonds ooit zult hebben. Dus heeft het fonds versterking nodig.'

**Tromp:** 'De komende jaren zullen er zeker veranderingen gaan optreden in het fiduciair management concept, met name in de richting van het vergroten van de expertise van het pensioenfondsbestuur. Wellicht dat in de toekomst de fiduciair manager ook specifieke verantwoordelijkheden krijgt.'

## CONCLUSIE

Consultants zijn over het algemeen van mening dat fiduciair management in principe een organisatiemodel is voor niet alleen het vermogensbeheer van pensioenfondsen maar eigenlijk voor zo'n beetje alles: van advies tot en met de laatste rapportage. Ze zijn het er ook min of meer over eens dat risicomanagement een van de centrale onderdelen van fiduciair beheer is omdat het denken in Nederland over pensioenen in de afgelopen jaren duidelijk is geëvolueerd in de richting van het denken over risico. Of anders gezegd: iedereen beseft dat er strategisch moet worden nagedacht en daar hoort bij dat er tevens vanuit de verplichtingen gedacht moet worden. En een fiduciair manager wordt ingehuurd om vooral te kijken naar het saldo tussen verplichtingen en activa. Dat De Nederlandsche Bank zich zorgen maakt over de mogelijke gevolgen van fiduciair beheer voor het in control zijn van pensioenfondsen is volgens de consultants terecht. Immers, het concept van fiduciair beheer is te vaak gebracht als: wij lossen alles voor u op, ga maar lekker slapen. Dat is een gevaarlijke situatie, want het bestuur van het pensioenfonds blijft verantwoordelijk. De consultants zijn het er niet over eens of een fiduciair manager zijn eigen producten aan zijn klant mag aanbieden of niet. Voor de één is het geen enkel probleem, de ander ziet een enorm belangenconflict. Wat de toekomst van fiduciair management betreft, denken de consultants dat hij te maken zal krijgen met meer countervailing power.