



**RONDE TAFEL**

# FIDUCIAIR MANAGEMENT PENSIOENFONDSEN

Door Hans Amesz





Foto's: Fotopersburo Dijkstra

**Waarom kiezen pensioenfondsen voor een fiduciair beheerder en hoe selecteren ze die? Waarop worden fiduciair managers beoordeeld, hoe moeten ze worden aangestuurd en wat is voor hen een passende beloning? Hoe zijn de belangen van fiduciair managers en pensioenfondsen op één lijn te krijgen? Mag een fiduciair manager zijn eigen producten aan zijn klanten slijten? Kortom, wat verwachten pensioenfondsen van fiduciair managers en wat is daar tot nu toe in de praktijk van terechtgekomen? Al deze vragen, en andere, zijn uitgebreid aan de orde gekomen tijdens een rondetafeldiscussie waaraan acht vertegenwoordigers van pensioenfondsen deelnamen.**

**VOORZITTER**

**MARION VERHEUL,**  
INVESTMENT COMMUNICATION CONSULTANCY

**DEELNEMERS**

**PAUL BÜTHKER,** ST. PSF. OCÉ  
**MARTINE MENKO,** PENSIOENFONDS VERVOER  
**DRIES NAGTEGAAL,** ST. PSF. PREDIKANTEN  
**JACQUES VAN OFWEGEN,** ST. PSF. CAMPINA  
**JOOP RUIJGROK,** ST. PSF. TNO  
**RAIMOND SCHIKHOF,** ST. PSF. RANDSTAD  
**ROB VLIETMAN,** CNV BEDRIJVENBOND  
**BERNARD WALSCHOTS,** ST. PSF. RABOBANK

**WAAROM HEEFT U GEKOZEN VOOR FIDUCIAIR BEHEER?**

**Joop Ruijgrok:** 'Wij hebben gekozen voor een vorm van fiduciair beheer om vooral een stuk continuïteit te bieden, dus niet alleen afhankelijk te zijn van een kleine beleggingsafdeling van twee man. En het ging ook om een vergroting van deskundigheid, met name op het gebied van strategievorming en risicomanagement.'

**Martine Menko:** 'De vraag was hoe we ervoor kunnen zorgen dat we de beste mensen krijgen. Door externe managers in te huren. Maar we willen niet het risico lopen geen continuïteit te hebben op het gebied van managerselectie, dus hebben we zoveel mogelijk buiten de deur gezet.'

**Raimond Schikhof:** 'Continuïteit is inderdaad heel belangrijk. In een steeds ingewikkelder wordende omgeving is het heel lastig om alles zelf te blijven doen, laat staan daarmee continuïteit te garanderen. Daarbij kwam dat we echt één overzicht over de hele portefeuille wilden hebben, hoe de risico's worden gemanaged, hoe het staat met de integratie van verplichtingen en beleggingen.'

**Jaques van Ofwegen:** 'Wij hebben gekozen voor fiduciair beheer vanwege de slechte resultaten van de vier balanced managers. Die beseften onvoldoende welke risico's ze liepen of gelopen hadden. Het grootste nadeel was dat inzicht in het totale risico ontbrak. Daarom zijn we overgestapt op één partij, die de zaak in de greep kon houden.'

**Dries Nagtegaal:** 'Hoe definiëren we fiduciair beheer? Ik denk dat het er uiteindelijk om gaat dat je voor de investmentketen met alle onderdelen een partij selecteert die een substantieel aantal van deze onderdelen in een logisch geheel voor haar rekening neemt. Belangrijke uitgangspunten zijn voor ons continuïteit en het risicobeheer.'

**Bernard Walschots:** 'Wij zijn in 1996 begonnen met wat we nu fiduciair beheer noemen. In die tijd bestond dat begrip nog helemaal niet. Uitvoering en vermogensbeheer zijn toen overgeheveld naar Rabobankdochter Interpolis. In de eerste

plaats zou Interpolis kostenefficiënter kunnen werken en ten tweede was er het commerciële argument om Interpolis een impuls te geven. Ik moet wel zeggen dat vermogensbeheer in die tijd nog betrekkelijk eenvoudig was: je had een vastrentende portefeuille, een aandelenportefeuille, wat vastgoed en misschien een klein beetje private equity en dat was het.'

**HOE IS DE SELECTIE VAN DE FIDUCIAIR BEHEERDER VERLOPEN? WAS ER VORKEUR VOOR EEN NEDERLANDSE PARTIJ?**

**Van Ofwegen:** 'Wij hebben in 2004 uiteindelijk negen partijen op de longlist gezet en bekeken. Dat waren acht buitenlandse vermogensbeheerders en één Nederlands pensioenfonds, dus er was zeker geen duidelijke voorkeur voor een Nederlandse partij, maar in 2004 waren er ook niet zo gek veel Nederlandse partijen op de markt. Iedereen was erg gericht op assets only, het ging puur om beleggen. Overigens wisten veel van die aanbieders toen nog niet wat ze onder fiduciair beheer moesten verstaan.'

**Schikhof:** 'Wij hebben zelf een redelijk uitgebreide markt oriëntatie gedaan en vervolgens een externe consultant ingeschakeld. Uiteindelijk bleven vijf partijen over voor de shortlist, waarvan twee Angelsaksische. Omdat onze inzet duidelijk lag op de relatie tussen verplichtingen en beleggingen, merkten we gaandeweg dat we veel moeite moesten doen om de buitenlanders gevoel te geven voor, laten we het zo noemen, de dekkingsgraadproblematiek. Wat doe je als de dekkingsgraad te sterk daalt? Het antwoord van de Nederlandse partijen was natuurlijk: risico terugnemen. Maar de Angelsaksen zeiden: dan ga je toch meer risico nemen en verdienen je het weer terug. Toen merkten we dat het toch wel heel praktisch is met een partij van doen te hebben die met haar voeten in de Nederlandse pensioenomgeving staat en dus ook een relatie met pensioenbeheer heeft.'

**Ruijgrok:** 'Wij hebben dezelfde consultant gebruikt als Randstad, maar zijn wel bij een Angelsaksische partij terechtgekomen. Bij ons lag het zwaartepunt op risicomanagement en het viel ons op dat deze Angelsaksische partij daar meer van in huis had dan de Nederlandse beheerders.'

**Paul Büthker:** 'Wij hebben destijds vooral gezocht naar een partij die wél in staat zou zijn om outperformance over een benchmark te realiseren. We hadden een periode van ongeveer tien jaar underperformance achter de rug en het bestuur vond dat lang genoeg.'

**DE NEDERLANDSCHE BANK EIST DAT HET PENSIOENFONDSBESTUUR VAN ALLES OP DE HOOGTE IS. HOE WAARBORG JE, ONDANKS DAT ER HEEL VEEL ACTIVITEITEN ZIJN UITBESTEED, DAT ER TOCH EEN VOLDOENDE GEVOEL IS VAN IN CONTROL ZIJN?**

**Rob Vlietman:** 'Je kijkt natuurlijk naar de uitkomsten, mét je externe deskundigen die een vinger aan de pols houden,





**Marion Verheul**  
Investment Communication  
Consultancy

werkt sinds 1994 binnen het vermogensbeheer en sinds 1997 specifiek voor pensioenfondsen. Sinds 2003 is zij onafhankelijk investment consultant via haar bedrijf Investment Communication Consultancy (ICC). Zij werkt met name voor bedrijfstakpensioenfondsen. Daarvoor werkte zij achtereenvolgens als aandeelenanalist bij FDA, senior accountmanager en manager marketing & sales bij Achmea Global Investors / F&C en als senior account manager bij Mn Services. Marion studeerde economisch-sociale geschiedenis aan de Universiteit Utrecht en de University of Florida in Gainesville.



**Paul Bütcher**  
St. Psf. Océ

is bestuurslid van Stichting pensioenfonds Océ met als deskundigheidgebieden communicatie en vermogensbeheer. Deed na HEAO Communicatie o.a. IAA, diverse SRM en Corporate Communications cursussen en deed recenter beleggingen o.a. DSI WFT. Is voorzitter van de beleggingscommissie en sinds 2008 vice-voorzitter. Sinds 2003 bestuurslid van het Océ pensioenfonds naast baan als Communications manager. Vanaf toen gaan specialiseren in collectieve pensioenen en institutioneel vermogensbeheer. Maakte in 2006 de zoektocht en selectie alsmede overgang mee naar een fiduciair manager; kent dit fenomeen en de spelers.



**Martine Menko**  
Pensioenfonds Vervoer

is sinds 2006 werkzaam bij het Bestuursbureau Pensioenfonds Vervoer als Medewerker Beleggingen. Zij ondersteunt de directeur beleggingen bij al zijn werkzaamheden. Daarnaast richt zij haar aandacht met name op verantwoord beleggen en infrastructuur.

maar je kijkt vooral ook zelf. Er is bijvoorbeeld bij een aantal pensioenfondsen besloten om indextrackers te introduceren omdat de actief beheerde fondsen constant elk jaar slechter presteerden dan de benchmark. Je moet nu wel scherper kijken dan vroeger en zeker niet de kwartaalrapportages afwachten.'

**Menko:** 'De eindverantwoordelijkheid ligt bij het bestuur en dus moet het bestuur optimaal geïnformeerd worden. Wat actief en passief beleggen betreft, passief is een verkeerd woord, het gaat om indexbeleggen en dat is in feite gewoon een actieve strategie. Ik denk dat de volgende crisis een benchmarkcrisis is. De enige benchmark die relevant is voor pensioenfondsen zijn de verplichtingen en op dit moment bestaat er geen index die dat weergeeft. We moeten er ontzettend voor waken dat we niet van de ene ellende in de andere komen door ons alleen maar te richten op het risico ten opzichte van een assets-only-benchmark, op de tracking error ten opzichte van de benchmark.'

**Ruijgrok:** 'Wij vinden dat we een deskundig bestuursbureau nodig hebben en ook externe leden in de beleggingsadviescommissie. Voor de vermogensbeheerder

moet een breed risicobegrip gelden en hij moet onbepert aansprakelijk zijn voor, zeg maar, nalatigheden. Een van de nadelen van Nederlandse partijen is dat zij maar een beperkte aansprakelijkheid hebben, alleen bij grove schuld en ernstige nalatigheden. Het voorbeeldcontract voor een fiduciair manager is te veel ingegeven door wat de Nederlandse vermogensbeheerder acceptabel vindt.'

**Nagtegaal:** 'Als je het hebt over in control zijn gaat het zowel over strategisch als operationeel in control zijn. Dat laatste is nu juist het probleem. Daarom hebben wij binnen het bestuur een aantal portefeuliehouders inzake risico- en vermogensbeheer benoemd, een goede beleggingsadviescommissie met voldoende externe deskundigheid samengesteld en een intern bureau met de nodige expertise. Op die manier zijn de taken en verantwoordelijkheden van de verschillende partijen goed te scheiden. Volgens mij kan je bijna niet anders dan het op deze manier doen. Er zijn nog steeds meer dan honderd pensioenfondsen die zonder intern bureau uiteindelijk ook externe partijen aansturen. Ik vraag me af of dat op de langere termijn ook mogelijk is.'



**Dries Nagtegaal**  
St. Psf. Predikanten

is Practice Leader Market Development bij Hewitt met als belangrijkste aandachtsgebieden pensioen, beloning van topbestuurders en governance, nauw betrokken bij de organisatie van pensioenfondsen en ondernemingen op strategisch niveau, marktverkenning en ontwikkeling van nieuwe initiatieven in de markt. Voorheen was Dries statutair directeur bij Heijnis en Koelman en in diverse managementfuncties werkzaam. In zijn vrije tijd is hij (onbezoldigd) voorzitter van het pensioenfonds van de predikanten van de protestantse kerk in Nederland. Dries studeerde Econometrie en Actuariële Wetenschappen aan de Universiteit van Amsterdam en is actuaris.



**Jacques van Ofwegen**  
St. Psf. Campina

heeft HBS-B, is NIVRA - RA en lid van de Nederlandse Orde van Belastingadviseurs. Hij is sinds medio 2008 directeur van pensioenfonds Campina en is tevens lid van de beleggingscommissie. Daarnaast doet hij nog enig fiscaal werk voor diverse bedrijven. Hij was directeur van psf. Provisum (C&A) van 1999 tot eind 2008 en was tevens voorzitter van de beleggingscommissie van dat fonds. Van 1968 tot 1986 was hij werkzaam bij de Rijksaccountantsdienst.

‘Het hele fiduciair management betekent veel meer werk voor ons dan aanvankelijk gedacht. Je bent een groot deel van je tijd kwijt met het volgen van de fiduciair manager.’

## DAAR ZET DE NEDERLANDSCHE BANK OOK VRAAGTEKENS BIJ.

**Büthker:** ‘Bij het aangaan van het fiduciaire mandaat is ons door partijen van naam en faam gezegd dat we de beleggingscommissie konden opheffen omdat alles bij de fiduciair neergelegd kon worden want die beschikte immers over alle nodige kennis en expertise. Niets is in de praktijk minder waar gebleken en dat hebben we gelukkig ook maar niet gedaan. Nu hebben we een zwaar geëquipeerde beleggingscommissie met externe deskundigen die bijvoorbeeld in 2008 zeer veel, zo’n drie tot vier keer meer dan normaal, heeft vergaderd. Als pensioenfondsbestuurder stuur ik een en ander aan, maar dat valt vaak niet mee. Je moet voorkomen dat je te veel de diepte induikt, want voordat je het weet ben je inhoudelijk met het beleggingsproces bezig en dat is je taak niet.’

## HET BLIJFT KOORDDANSEN?

**Büthker:** ‘Ja. Een beleggingscommissie is wat mij betreft een

voortuitgeschoven post van het bestuur, is zwaar geëquipeerd en vergadert in een behoorlijk hoge frequentie.’

**Vlietman:** ‘Je moet ook de email- en telefonische vergaderingen meetellen. Dan wordt het woekeren met de tijd. Daarom vergaderen we ook ’s avonds en zelfs in de weekeinden. Door de bestuursbureaus en mensen die in een beleggingscommissie zitten, wordt keihard gewerkt. En tegenwoordig laten ze zich bijna allemaal vergezellen door externe deskundigen. Het verhaal dat er bij de pensioenfondsen voor en gedurende de crisis niet is opgelet, is een fabel. Misschien is dat veel te weinig gecommuniceerd.’

## WAAROP BEOORDEELT U DE FIDUCIAIR MANAGER? IS ER EEN CRITERIUM DAT ER ECHT UITSPRINGT?

**Van Ofwegen:** ‘Bij ons was de slechte performance de aanleiding om tot fiduciair beheer over te gaan, dus daar ligt nog steeds een heel sterke nadruk op. Een belangrijk punt is daarnaast het risicomanagement. Dat doet onze fiduciair goed maar het

pensioenfondsen zelf moet ook wat doen met zijn rapportages. Het hele fiduciair management betekent veel meer werk voor ons dan aanvankelijk gedacht. Je bent een groot deel van je tijd kwijt met het volgen van de fiduciair manager. Dat is een typische Angelsaksische manager, die zich keurig aan zijn contract houdt maar uit eigen beweging met weinig tot niets komt. Je moet alles vragen. Wij dachten: we hebben een fiduciair manager en die waarschuwt ons als het slecht weer wordt. Nou, vergeet het maar. Je moet zelf naar buiten kijken en vaststellen dat het slecht weer wordt en vervolgens moet je de goede vragen stellen. De antwoorden daarop zijn van hoge kwaliteit maar onze fiduciair biedt zijn enorme kennis helaas niet op een natuurlijke manier aan. Het blijft daarom toch een beetje een moeizaam verhaal.'

**Walschots:** 'Partnership is moeilijk te vinden, zeker bij Angelsaksische partijen want die zijn toch geneigd om vooral strikt juridisch naar een overeenkomst te kijken. Stel dat iedereen ziet dat de donderwolken zich verzamelen en je dus zou denken dat je moet gaan derisken. De Angelsaksische partijen gaan jou echter niet vertellen dat er zwaar weer komt en je dus moet gaan derisken als dat niet in het contract staat.'

**Ruijgrok:** 'Dat spreek ik tegen. Wij hebben medio 2008 met een Angelsaksische partij gederisked, dat wil zeggen het aandelenbelang teruggebracht en de rentehedge verhoogd. Overigens hebben we nog niet de helft gedaan van wat werd voorgesteld.'

**Menko:** 'Er is een ander probleem met het veranderen van de asset allocatie en dat heeft niets te maken met de fiduciair beheerder. Vorig jaar waren er twee pensioenfondsen die op advies van de actuaris hun asset allocatie drastisch hebben omgegooid naar veel meer vastrentend en veel minder aandelen. Het gevolg was dat hun Z-score volledig onderuit is gegaan. Dat is een probleem voor je reputatie. Eigenlijk staat de Z-score een goed functioneren van een bedrijfstakpensioenfonds in de weg. Dat zou je uit politiek oogpunt moeten aanpakken.'

**Vlietman:** 'Bij ons heeft wel eens iemand gedacht: het gaat slecht dus laten we maar afwijken van de normportefeuille. Dat is op een drama uitgelopen.'

## HOE KAN DE FIDUCIAIR MANAGER WORDEN AANGESTUURD?

**Schikhof:** 'Achteraf is dat het onderdeel waar we te weinig aandacht aan hebben besteed toen we echt met fiduciair management begonnen. Eigenlijk moet je onmiddellijk na de selectie, als de inkt van het contract nog niet droog is, vaststellen waarop je de fiduciair wilt beoordelen. Je moet natuurlijk proberen een goede balans te krijgen tussen kwalitatief, dus dingen als educatie of adviesvaardigheden, en kwantitatief als performancemeting. Als je echter zegt: performance ten opzichte van de verplichtingenbenchmark, werkt dat niet. We zijn nu bezig om een soort scorecard samen te stellen die uitsluitend geeft over beide elementen. Om zo een goed objectief beeld te krijgen van de tevredenheid over de fiduciair manager.'

**Menko:** 'Als je nu een pensioenfondsbestuur vraagt waar de fiduciair manager op moet worden beoordeeld zal het zeggen: hoe goed zijn risicomangement is. Maar ik zeg: het is en blijft performance. We kunnen wel zeggen dat het om risicobeheer, strategisch advies, selectie van managers, rapportage gaat, dat dat het allerbelangrijkste is, maar laten we eerlijk zijn: als iemand dat allemaal perfect doet en vervolgens met minus tien procent komt opdruven, heeft hij het toch slecht gedaan. Veel fiduciair managers zeggen ook dat ze heel veel investeren in strategisch advies en risicomangement, maar uiteindelijk maar op één ding beoordeeld worden, namelijk toch weer alpha. Iedereen wordt steeds maar weer afgerekend op een benchmark waar geen rekening wordt gehouden met risico's.'

**Walschots:** 'Zou het niet zo moeten zijn dat het bestuur aangeeft welke risico's het wil accepteren?'

**Van Ofwegen:** 'Dat is zo, maar als een bestuur beslist welke risico's acceptabel zijn en aan het eind van het jaar blijkt dat hun fonds aanzienlijk slechter heeft gepresteerd dan een ander pensioenfonds dat voor meer risico heeft gekozen, dan is de eigen keuze ineens vergeten. Dan krijgt iedereen de schuld van die slechte performance, behalve de eigen beslissing.'

**Menko:** 'Hoewel elk pensioenfonds anders is, zitten we constant te vergelijken. Als je bijvoorbeeld een langere duration hebt, zul je anders moeten sturen dan bij een kortere duration. Die twee fondsen moet je qua pure performance niet met elkaar gaan vergelijken.'

**Nagtegaal:** 'De risicohouding van het bestuur en de aard van de pensioenregeling zijn met name bepalend voor het vermogensbeheer, en niet andersom. Het bestuur dient te weten dat bepaalde resultaten de consequentie zijn van door hem genomen besluiten.'





**Ruijgrok:** 'Het gaat natuurlijk om het zoeken van het evenwicht tussen risico en rendement. Naar buiten toe wordt dat te weinig gerapporteerd.'

**Vlietman:** 'Bij het beoordelen van de fiduciair manager blijf je natuurlijk altijd kijken naar de performance, maar bijvoorbeeld risicomanagement en managersselectie zijn ook beoordelingscriteria. Je kijkt naar het hele lijstje en mag eigenlijk geen voorkeur uitspreken, maar aan het eind van de streep vraag ik toch: hoe hebben we het gedaan? Je maakt wel degelijk benchmarks en je denkt ook: hoe is het mogelijk dat dat andere pensioenfonds het zoveel beter heeft gedaan dan wij. Waarom zijn wij ook niet uit aandelenbeleggingen in staatsleningen gegaan?'

### HOE ZIJN DE BELANGEN VAN FIDUCIAIR MANAGERS EN PENSIOENFONDSEN OP ÉÉN LIJN TE KRIJGEN? WAARAAN VERDIENEN DE FIDUCIAIRS HET MEEST, WAT IS VOOR HEN INTERESSANT OM AAN TE BIJDEN?

**Menko:** 'Je komt op een gegeven moment op punten waarop de fiduciair managers commerciële beslissingen moeten nemen en of die ook altijd in het belang zijn van het pensioenfonds is de vraag. Ik vraag me af of commercieel fiduciair management überhaupt mogelijk is.'

**Walschots:** 'Je moet onderscheiden tussen fiduciair managers en vermogensbeheerders. Voor mij geldt dat mijn fiduciair manager niet mijn vermogensbeheerder is. Gevoelsmatig heb ik een voorkeur voor een fiduciair manager die, laten we zeggen, uit de coöperatieve hoek komt.'

**Schikhof:** 'Wat betreft de belangen van fiduciair managers en pensioenfondsen, daar moet je wel enig gevoel bij proberen te krijgen. Als je de focus legt op de laagste prijs voor de fiduciair manager weet je dat als er ook maar een pink moet worden

opgetild dat niet voor niks gaat, laat staan dat je op een iets hoger niveau alignment of interests krijgt. Het is belangrijk dat je het gevoel hebt dat je fiduciair manager ook daadwerkelijk jouw belangen verdedigt ook al wijken die misschien iets af van die van zijn andere klanten. Hoe zichtbaar, hoe toegankelijk zijn de mensen met wie ik direct contact heb? Bij de keuze voor een fiduciair manager is uiteindelijk doorslaggevend geweest dat wij erin geloofden dat die jongens het voor ons zouden gaan doen, los van allerlei mooie selectietools en dat soort dingen. De prijs is niet doorslaggevend geweest. Belangrijk is dat het bestuur ziet en weet wat er gebeurt, welke afwegingen bij de fiduciair manager moeten worden gemaakt en hoe toegankelijk een en ander is. Ik probeer bestuur en fiduciair manager regelmatig bij elkaar te zetten om begrip voor elkaar te ontwikkelen. Dat helpt, want het moeten bij wijze van spreken ook vrienden zijn in slechte tijden.'

**Nagtegaal:** 'Het is de principaal-agenttheorie. Er is lang gedacht dat als je iemand beter belooft hij altijd harder en beter voor jou loopt, maar inmiddels kunnen we concluderen dat dat mechanisme niet altijd werkt. Het is wel zinvol in ieder geval inzicht in de organisatie van de vermogensbeheerders/fiduciaire manager te hebben en te weten hoe en op welke wijze je die organisatie kan beïnvloeden in het belang van het eigen pensioenfonds, bijvoorbeeld bij de benoeming van mensen die bij je eigen fonds betrokken zijn. Daarmee kun je op een gegeven moment aan de slag.'

### HOE WORDT GEDACHT OVER INTERN VERSUS EXTERN BEHEER? DAAR IS VEEL DISCUSSIE OVER, OOK MET DE NEDERLANDSCHE BANK. MAG EEN FIDUCIAIR MANAGER OOK ZIJN EIGEN INTERNE PRODUCTEN AANBIJDEN?

**Ruijgrok:** 'In principe liever niet. Aan de andere kant, als je de keuze bij jezelf houdt zie ik geen reden om de producten van jouw fiduciair manager, als die heel goed zijn, uit te sluiten. Ik vind





**Joop Ruijgrok**  
St. Psf. TNO

is afgestudeerd als econometrist en als bedrijfskundige. Na een financiële loopbaan bij Hoogovens was hij van 1984 tot 2002 werkzaam bij Royal Haskoning, waarvan de langste periode als financieel directeur. Van 2002 tot 2006 was hij financieel directeur van TNO.

Van 1986 tot 2006 heeft hij bestuursfuncties bij meerdere pensioenfondsen bekleed tot hij in 2006 werd benoemd tot directeur van het pensioenfonds van TNO.

In 2007 heeft het Pensioenfonds TNO een fiduciair manager ingeschakeld als Lead Overlay en Riskmanager.



**Raimond Schikhof**  
St. Psf. Randstad

heeft een juridische achtergrond en is sinds 2001 werkzaam als directeur van Stichting Pensioenfonds Randstad en Stichting Pensioenfonds Flexsecurity. Daarnaast is hij actief als bestuurslid namens de werkgevers in het Bedrijfstakpensioenfonds voor Personeelsdiensten (StiPP), is hij lid van de Commissie Pensioenzaken van Stichting Opf en de Commissie Pensioenbeleid van VNO-NCW. Tevens verzorgt hij ten behoeve van opleidingsinstituut SPO opleidingen op het gebied van Governance en wet- en regelgeving.

‘Bij de keuze voor een fiduciair manager is uiteindelijk doorslaggevend geweest dat wij er in geloofden dat die jongens het voor ons zouden gaan doen, los van allerlei mooie selectietools en dat soort dingen.’

bijvoorbeeld dat onze fiduciair beheerder voor ons fixed income en rentematching mag doen.’

**Menko:** ‘Als je iemand de selectie van asset managers volledig in handen geeft en hij kiest zichzelf voor een mandaat, is het maar de vraag of hij zichzelf ook aan de kant zet als hij het niet goed doet. Hoe snel zet men zichzelf dan aan de kant? Kan men dat überhaupt binnen de eigen organisatie voor elkaar krijgen? Ik vind dat je als fiduciair manager niet voor dat soort dilemma’s moet komen te staan en dus moet zeggen: niet je eigen producten.’

**Van Ofwegen:** ‘Zelfs als je er zeker van zou zijn dat je fiduciair net zo streng is ten opzichte van zichzelf als ten opzichte van andere assetmanagers, kan je dat aan de buitenwereld bijna niet uitleggen. Uit een oogpunt van governance moet je mijden dat een fiduciair zijn eigen producten inbrengt. In ons pensioenfonds is daar twee keer tegen gezondigd en één zonde leeft nog voort.’

**Büthker:** ‘De vraag is of je een fiduciair manager hebt die functioneert als een bestuurscentrum en inderdaad externe managers aanstuurt of producten en diensten uit eigen stal gaat verkopen. Er ontstaat in het laatste geval een diffuse mix, dus liever niet.’

## HOE MOETEN FIDUCIAIR MANAGERS DE VERSCHILLENDE ASSETMANAGERS SELECTEREN?

**Menko:** ‘Mij valt op dat fiduciair managers bij hun managersselectie heel benchmarkgericht zijn. Ze sturen wel een beetje op een plus hier en een min daar, maar wat ik mis is dat ze een duidelijke visie innemen, dat ze op een gegeven moment hun nek durven uit te steken en bijvoorbeeld zeggen: de volgende twee jaar is het growth of value en niet èn growth èn value.’

**Schikhof:** ‘Bij ons doet de fiduciair manager dat wel. Wij proberen een soort logboek bij te houden waar in staat welke beslissingen er zijn genomen en wat die hebben opgeleverd.’

**Büthker:** ‘Wat ik soms nogal eens mis is gezond verstand. Daar bedoel ik mee dat je op een gegeven moment zoiets zegt als: wordt het niet weer eens tijd om....Ik geef een voorbeeld. In mei 2008 hebben wij de automatische rebalancing, dus het bijkopen van aandelen die steeds verder in koers daalden, stopgezet. Dan komt er ooit weer een moment waarop je dat ongedaan moet maken. Van de fiduciair hebben wij dat niet te horen gekregen, noch op het moment van stopzetten, noch op het “weer aan”. Of iets anders. Als de hele wereld vaststelt dat de groei komt van





**Rob Vlietman**  
CNV BedrijvenBond

is pensioenskundige van CNV Vakmensen en participeert als bestuurder in een aantal Bedrijfstak pensioenfondsen alsmede in Financiële Commissies en een Audit Commissie. Daarnaast adviseert hij bestuurders bij Bedrijfstak pensioenfondsen en beantwoordt hij vragen van bestuurders over Ondernemings pensioenfondsen.



**Bernard Walschots**  
St. Psf. Rabobank

is sinds april 2007 directeur vermogensbeheer van het Rabobank Pensioenfonds. In deze functie is hij verantwoordelijk voor de beleggingen en het balansbeheer van het fonds. Hij deed Algemene Economie in Tilburg, waar hij in 1984 afstudeerde. Van 1985 tot begin 1988 werkte hij als beleidsmedewerker op het Ministerie van Financiën, waarna hij overstapte naar de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. In 1991 ging hij naar wat thans Rabobank International is, waar hij na een aantal jaren Financial Markets Research oprichtte.

‘Fiduciair management is een kostenefficiënte manier om toegang te hebben tot een hoop expertise. De fiduciair manager zit overigens naast jou op de bijrijdersstoel.’

de opkomende economieën, Azië, de BRIC's et cetera, moet je dan niet overwegen meer te beleggen in regio's van de wereld waar ook groei zit? Dan vind ik dat het gezond verstand het laat afweten met als gevolg dat veel fondsen nu in een keurslijf zitten.’

**Schikhof:** ‘Als je terugkijkt moet je misschien wel constateren dat je jezelf beperkingen hebt opgelegd door de fiduciair bepaalde bandbreedtes mee te geven. De fiduciair zegt: mijn opdracht is een aandelenbelang te handhaven van bijvoorbeeld tussen de 35 en 45 procent en daar wijk ik dus niet vanaf. Je zou meer ruimte aan de fiduciair manager moeten geven om zijn eigen afwegingen te maken, maar dat is natuurlijk enorm lastig.’

**Van Ofwegen:** ‘Een Angelsaksische partij houdt zich bij voorkeur aan zijn contract. En als ze er al over willen nadenken om daarvan af te wijken, overtuigt hun legal department ze wel om dat niet te doen.’

**Schikhof:** ‘Wij moeten wel goed kunnen formuleren wat we willen en verwachten. Mijn ervaring is dat we absoluut onvoldoende in staat zijn om scherpe antwoorden te geven. En daar komt bij dat er tijdens de rit grote veranderingen optreden: wat we in 2004 wilden is heel iets anders dan wat we in 2010 willen.’

**Nagtegaal:** ‘Het is belangrijk dat de fiduciair manager een goede sparringpartner met inventieve ideeën is. Je moet elkaar blijven stimuleren en ik vind dat in een contract aan die dynamiek ruimte moet worden geboden.’

#### OVER NAAR DE PRAKTIJK. WAT VERWACHTTEN JULLIE VAN DE FIDUCIAIR MANAGER EN WAT IS DAARVAN NU EIGENLIJK TERECHTGEKOMEN?

**Büthker:** ‘De belofde excess returns zijn in ieder geval nog niet gerealiseerd. De fiduciair heeft onvoldoende de belangen van alle stakeholders, ik denk met name aan actieve gewezen deelnemers maar ook aan de sponsor, in het vizier gehad. Er is belegd conform de ALM (Asset Liability Model) en de fiduciair is ervan uitgegaan dat dat model altijd in evenwicht is op een gegeven moment van tijd. De fiduciair gaat er ook vanuit dat het fonds over eeuwige middelen beschikt, die op een bepaald moment hun gemiddelde marktreturns wel weer zullen opbrengen. Van pro-actieve advisering, op welk gebied dan ook, hebben wij weinig gemerkt. Wij vinden ook dat de hire and fire discipline ten aanzien van de managers matig was. Balansmanagement, de gevolgen van de invoering van het Financieel Toetsings Kader in 2004, de hele

doorwerking van de rechterkant van de balans, hebben wij niet ervaren als onderdeel van het fiduciaire dienstenpakket. Wij hebben onze fiduciair op een gegeven moment verteld wat de dekkinggraad was en hoe hoog, ik moet eigenlijk zeggen hoe laag, die precies was. Men kende hem eenvoudig niet; dus ook niet als stuurinstrument van hun beleid.'

**Van Ofwegen:** 'Wij hebben heel andere ervaringen met onze fiduciair manager. Degene die wij genomen hebben, beschikt inderdaad over een enorme deskundigheid. Als je die deskundigheid weet aan te boren, krijg je ook adviezen van goede kwaliteit. De risicobudgetbewaking is echt goed. Als je naar het fiduciaire model kijkt, zie je toch een heel duidelijke taakverdeling en verdeling van verantwoordelijkheden. Dat is, zeker als je een klein pensioenfonds bent en een aantal dingen zelf wilt doen, nooit goed over de bühne te krijgen. Dat noem ik echt een groot voordeel van het fiduciaire model. Wij willen in ieder geval niet van het concept van fiduciair management af.'

**Walschots:** 'Fiduciair management is een kostenefficiënte manier om toegang te hebben tot een hoop expertise. De fiduciair manager zit overigens naast jou op de bijrijdersstoel.'

## ER ZIJN DUS WEL DEGELIJK OOK VOORDELEN AAN FIDUCIAIR MANAGEMENT VERBONDEN. MAAR WAT MOETEN DE AANBIEDERS BETER GAAN DOEN, WAT MOET ER NOG VERANDEREN?

**Schikhof:** 'Je moet begrijpen wat je klant echt wil en dat is niet zo eenvoudig. En je moet ook begrijpen hoe de besluitvormingsprocessen binnen pensioenfonds verlopen. Kortom, ken uw klant.'

**Menko:** 'Er kan niet één kant-en-klaarproduct voor al die verschillende pensioenfonds ontwikkeld worden. Het lijkt mij lastig een fiduciair manager te hebben die veel klanten heeft en denkt dat dat wat werkt voor pensioenfonds A ook werkt voor pensioenfonds B. Dat is gewoon niet zo.'

**Schikhof:** 'Het gaat er niet om dat een fiduciair manager een verkoopverhaal houdt en een handout van dertig pagina's overhandigt. Het gaat erom hoeveel moeite hij doet om te begrijpen waar wij voor staan.'

**Vlietman:** 'Het aantal pensioenfonds neemt snel af. Van iets van 1350 zijn er nu door fusies en overnames nog zo'n 600, waaronder minder dan 500 ondernemingspensioenfonds. Het aantal bedrijfstakpensioenfonds daalt eveneens snel. Wij denken dat er uiteindelijk circa 250 fondsen overblijven. Die zullen dan allemaal over een bestuursbureau beschikken en een veel sterker gewicht hebben ten opzichte van hun fiduciair beheerders. Die zullen veel betere kwaliteit moeten leveren want anders komen ze niet meer aan de bak.'

**Menko:** 'In het verleden vonden fiduciair managers het eigenlijk lastig als een pensioenfonds beschikte over een bestuursbureau.'

Dan zou men zich met hun dagelijks reilen en zeilen gaan bemoeien en dat vonden ze niet leuk.'

**Nagtegaal:** 'Sommige fiduciair beheerders hebben zich vrijwillig aan de regel onderworpen dat ze alleen maar een contract mogen aangaan met een pensioenfonds dat over voldoende kennis en deskundigheid beschikt.'

**Menko:** 'Dat zijn uitzonderingen. Vorig jaar adverteerde een aanbieder paginagroot dat het pensioenfonds eigenlijk nergens meer naar hoefde te kijken, alleen nog maar naar de rapportage. Maar er zullen meer fusies en samenwerkingen komen en veel betere bestuursbureaus.'

**Vlietman:** 'Dat is de toekomst.'

## CONCLUSIE

Het ene pensioenfonds heeft slechte ervaringen met zijn fiduciair manager, het andere goede. Die enorme verschillen in de waardering van pensioenfonds voor fiduciair beheer zijn zeker voor een deel te verklaren door het verschil in verwachtingen. Kennelijk waren die bij sommige fondsen veel te hoog gespannen, werd gedacht dat fiduciair beheer dé oplossing voor alle problemen, zoals een slechte performance en een slecht risicomanagement, zou zijn. Dat is niet zo. Belangrijk is dat er goede afspraken worden gemaakt, dat de fiduciair manager op een juiste manier wordt aangestuurd en weet wat zijn taken en verantwoordelijkheden zijn. Bovendien wordt van de fiduciair verwacht dat hij een duidelijke economische en beleggingsvisie heeft en zijn nek durft uit te steken.

Naar verwachting zal het aantal pensioenfonds snel verder teruglopen. Ooit waren er veel meer dan duizend, naar verwachting zullen er niet meer dan 250 over blijven. Die zullen dan waarschijnlijk allemaal over een sterk bestuursbureau beschikken dat zich krachtig met het reilen en zeilen van de fiduciair manager zal bemoeien. Het gevolg daarvan is dat de fiduciair managers aanzienlijk meer kwaliteit zullen moeten gaan leveren want anders komen ze niet meer aan de bak.

