

**VOORZITTER**

Loranne van Lieshout,  
*Ortec Finance*

**DEELNEMERS**

Gerard Bergsma, *Montae*  
Foort Hamelink, *Lombard Odier*  
Anita Joosten, *Philips Pensioenfonds*  
Hartwig Liersch, *Pensioenfonds Metaal en Techniek*  
Piet Molenaar, *AllianzGI*  
Joram Swart, *Pensioenfonds ING*  
Christiaan Tromp, *TFS/IPFOS*  
Hanneke Veringa, *AXA Investment Managers*  
Anton Wouters, *BNP Paribas Investment Partners*

*Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met AllianzGI, AXA Investment Managers, BNP Paribas Investment Partners en Lombard Odier.*



# RISICOMANAGEMENT KOMT RUIM VOOR IEDERE BELEGGINGSBESLISSING

Door Hans Amesz

In de afgelopen 15 jaar zijn de dekkingsgraden van onze pensioenfonds tot twee keer toe gehalveerd. Hoe kan integraal risicomanagement ertoe bijdragen om zoiets bij een volgende crisis (gedeeltelijk) te voorkomen? Over deze en andere vragen organiseerde Financial Investigator een rondetafeldiscussie.



## Waar zitten de grootste risico's bij risicomanagement en hoe kan het verbeterd worden?

**Christiaan Tromp:** 'Risicomanagement komt ruim voor iedere beleggingsbeslissing. Zodra er premie wordt gestort, gaat het pensioenfonds risico aan. De binnenkomende gelden hebben een duratie van "0", terwijl de verplichtingen die zijn toegezegd een duratie hebben van circa 16. Risicomanagement moet ruim voor de beleggingsbeslissingen komen. Vanaf het moment dat de eerste gelden zijn gestort loopt het fonds maximaal risico. Als je gaat beginnen met de asset allocatie, zit je bij wijze van spreken al een paar straten verder in het beleggingsproces.'

**Gerard Bergsma:** 'Je begint met een risicostrategie, hoe ga ik risico's inzetten om mijn doelstellingen te realiseren? En dan monitor je of alles wat je doet, bijdraagt aan de realisatie van je

ambitie. Door dit helder te krijgen en de relevante risico's te monitoren, voorkom je dat grote en relevante risico's over het hoofd worden gezien en kun je tijdig bijsturen.'

**Anton Wouters:** 'Voordat je gaat monitoren moet je het risicomanagement ingericht hebben. Een van de eerste beslissingen die je moet nemen, is welke grote risico's je gaat afdekken, bijvoorbeeld het renterisico. Daarmee is het in 2008 behoorlijk fout gegaan, net als in de periode 2000-2002 toen de aandelenmarkt onderuitging.'

**Joram Swart:** 'Rente en aandelen zijn in het verleden inderdaad de grootste risicoposities geweest.'

**Piet Molenaar:** 'Is het eigenlijk wel nodig om risico altijd af te dekken? Je moet je afvragen met welke risico's je al dan niet iets kunt verdienen.'

### > Loranne van Lieshout

werkt sinds 2006 als senior consultant bij Ortec Finance binnen de business unit Pension Risk Management. Zij is mede verantwoordelijk voor de Investment Consulting activiteiten en houdt zich bezig met het beleggingsbeleid en risicomanagement voor pensioenfonds. Voordat ze bij Ortec Finance in dienst kwam, heeft van Lieshout gewerkt voor AEGON Asset Management en het Pensioenfonds voor de Vervoer en Havenbedrijven. Van Lieshout heeft econometrie gestudeerd en de opleiding Financieel Beleggings Analist afgerond. Zij verzorgt regelmatig lezingen op het gebied van risicomanagement en beleggen voor pensioenfonds.





> Gerard Bergsma

is sinds 2008 partner bij Montae. Daarvoor werkte hij bijna 30 jaar bij ING als belegger, treasurer en verzekeraar in Europa, de VS en Japan. In zijn laatste rol was Bergsma directeur bij ING Investment Management, onder andere verantwoordelijk voor de institutionele portefeuilles, relatiebeheer en het opzetten van fiduciaire vermogensbeheeractiviteiten (waaronder de overname van AZL, waar hij tot eind 2007 president commissaris was). Naast Montae is Bergsma bestuurslid bij PFZW en betrokken bij ontwikkelingsprojecten in Afrika en India.

**Foort Hamelink:** 'De grote uitdaging zit hem in de vertaalslag van de ALM (Asset Liability Management)-studie naar de portefeuilleconstructie. Het allerbelangrijkste is om de langetermijn-doelstelling van het pensioenfonds niet uit het oog te verliezen.'

**Tromp:** 'Er zijn kortetermijnregels. Als je met je dekkingsgraad in de gevarezone komt, belt De Nederlandsche Bank (DNB) om te zeggen dat je risico moet afbouwen. Dan weet je dat je je langetermijndoelstelling niet meer gaat halen. De vraag is: moet je het zover laten komen dat je onder een dekkingsgraad van 105 komt of wil je te allen tijde voorkomen dat DNB opbelt?'

**Wat je vanuit risicomanagementoogpunt moet doen, is vaak niet wat je zou willen doen vanuit beleggingsperspectief. Ga je uit van trigger-niveaus die gebaseerd zijn op risicomanagement of moeten daar op economische variabelen gebaseerde trigger-niveaus aan worden toegevoegd?**

**Tromp:** 'Wat zijn goede triggers voor een dynamisch risicobeheer? De dekkingsgraad is een heel belangrijke, maar vooral de volatiliteit van de dekkingsgraad is van belang. Daarnaast is het ook goed om aandacht te besteden aan de kans dat je als bestuurder terug moet naar je sponsor voor een extra bijstorting. Voor bestuurders is het handig om inzicht te hebben in de kans dat een

bepaalde dekkingsgraad, onder de 100, zakt. Deze kans wil je eigenlijk zo klein mogelijk hebben.'

**Hartwig Liersch:** 'Je moet niet alleen niveaus vaststellen, maar ook van tevoren bedenken wat je gaat doen als die trigger-niveaus worden geraakt. Er komt meer bij kijken dan alleen het vaststellen van de triggers.'

**Molenaar:** 'Soms reageren pensioenfondsen tegengesteld op dezelfde triggers: sommige gaan risico afbouwen wanneer de rente daalt, andere gaan juist meer risico nemen.'

**Wouters:** 'Vandaar dat DNB druk uitoefent. Als je met je dekkingsgraad richting honderd gaat, zou je bepaalde risico's verder af kunnen of moeten dekken. Je mag zeker niet meer risico nemen, wat aan de overkant van Het Kanaal in sommige gevallen juist wel gebeurt.'

**Anita Joosten:** 'DNB verplicht je niet om risico's terug te nemen, maar je krijgt niet de ruimte om meer risico's te nemen als je in een herstelplan zit. Dat beperkt je in je bewegingsvrijheid als je onder een bepaalde dekkingsgraad komt. Er zijn pensioenfondsen in onderdekking gekomen met een aandelenweging van 40, maar ook met een weging van 10 of 20 procent.'

**Wouters:** 'Ik bedoelde het volgende te zeggen: stel dat je dekkingsgraad zakt van 120 tot 108 en dat je op basis van economische triggers, bijvoorbeeld op basis van de ingeschatte waarden van asset classes, het liefst meer in aandelen zou willen beleggen. Dat kan dan niet zomaar, omdat je al op een bepaald maximum risiconiveau zit.'

**Tromp:** 'De regelgeving van DNB is bekend en daar dien je je aan te houden. Je moet inderdaad wel van tevoren afspreken en vastleggen wat je voornemens bent te gaan doen als er bepaalde triggers of bepaalde niveaus worden bereikt.'

**Zijn derivaten een goed instrument om risico's af te dekken?**

**Swart:** 'Zeker, als je als pensioenfonds voldoende kennis en capaciteit in huis hebt om ze goed te gebruiken, zijn derivaten zeer



nuttige instrumenten. Derivaten zorgen voor uitgebreidere mogelijkheden om de balans te besturen.'

**Liersch:** 'Met derivaten kan je twee kanten op. Aan de ene kant kun je veel risico nemen. En aan de andere kant zeggen de DNB-regels dat de swapcurve, een derivatencurve, de ideale hedge is voor de verplichtingen. De scheidslijn is heel dun en daarom heb je een onafhankelijke deskundige of risicomanager nodig die daar naar kijkt.'

**Hamelink:** 'In principe zeker. Vele fondsen denken pas aan optieconstructies als de dekkingsgraad dicht tegen de pijngrens aankomt, terwijl een pensioenfonds als langetermijnbelegger in principe juist de ontvanger van optierisicopremies zou moeten zijn en niet de betaler.'

**Molenaar:** 'Als langetermijnbelegger moet je het risico van voorwaardelijke derivaten, opties, eigenlijk niet willen betalen. Als je voor het afsluiten van een verzekering wilt betalen, zou het alleen voor staartrisiko's moeten zijn.'

**Joosten:** 'Als je als pensioenfonds je reële ambitie wilt waarmaken, moet je accepteren dat je een keer in onderdekking komt, dat je misschien een keer moet korten. Als je je nominale rechten koste wat het kost, wilt gaan beschermen met derivaten, zou dat gauw in conflict komen met de ambitie die je hebt.'

**Wouters:** 'Als je je ambitie wilt waarmaken, verklaar je bijvoorbeeld een dekkingsgraad van 115 voor heilig. Dan moet je er met risicoconstructies voor zorgen dat de zaak bij 115 wordt dichtgezet.'

### Op enig moment kom je in een situatie waarin je doelstelling niet meer haalbaar is. Ga je dan je ambitie bijstellen?

**Hamelink:** 'De belangrijkste vorm van risicomanagement is dat je nooit in een onvoorziene situatie terechtkomt. Daar kan een ALM-studie goed bij helpen, want die laat zien dat er ook heel vervellende scenario's zijn, en dan heb je alle tijd om er van tevoren over na te denken wat je in die gevallen gaat doen.'

#### > Foort Hamelink

is Hoofd Portfolio Constructie & Risk Management voor het Fiduciaire Management Bureau van Lombard Odier. Hamelink heeft 23 jaar beleggingservaring en is 15 jaar in dienst bij Lombard Odier. Hiervoor was hij medeverantwoordelijk voor het team kwantitatieve analyse en portfolio management van Lombard Odier. Hamelink is afgestuurd in Econometrie en heeft een PhD in Finance van de Universiteit van Genève. Hij heeft verscheidene academische artikelen gepubliceerd, is part-time werkzaam aan de VU te Amsterdam als Associate Professor of Finance en is tevens lid van het Research Comité van Inquire Europe.

### Als je van tevoren de zaken goed hebt afgesproken, kan je risico's beheersen. Gebeurt dat ook?

**Joosten:** 'Wij hebben onlangs onze ambitie en risicohouding daarbij expliciet gemaakt. Wij geloven er niet in dat je kunt voorkomen dat je dekkingsgraad op enig moment weer eens onder de 105 zakt, maar je kunt er wel over nadenken wat je dan gaat doen. Het is ons gelukt daarin principes vast te leggen. Wij vinden onze reële ambitie belangrijker dan het beschermen van de nominale rechten bij een lage dekkingsgraad.'

**Swart:** 'Ook wij hebben precies afgesproken wat er moet gebeuren op het moment dat de dekkingsgraad lager wordt. Dat komt de objectiviteit ten goede en "menselijke" factoren worden enigszins ingeperkt.'

**Molenaar:** 'De triggers om iets te doen, moet je neerleggen op de weg die naar de ongewenste situatie leidt, opdat je niet onvoorbereid bent op dat ene moment als het mis is en alles bij elkaar komt.'

**Tromp:** 'Als je een reële ambitie hebt, moet je de triggers zo zetten dat je de kans dat je moet korten, minimaliseert. Er is een eigenlijke tegenstrijdigheid als je kort of afstempelt, terwijl je doelstelling is om de inflatie juist te compenseren.'

**Wouters:** 'Op een gegeven moment kom je in een situatie dat je die reële ambitie niet kunt waarmaken. Misschien besluit je dan te korten in de hoop dat in een, twee, drie jaar weer te kunnen inhalen. Is dat een risicomanagementbesluit of meer een uitvoeringsbesluit?'

**Molenaar:** 'Dat hoort gewoon bij risicomanagement.'

### Het dilemma waar een pensioenfondsbestuur voor staat, is het beschermen van de kortetermijngrenzen versus de langetermijnambitie die het fonds heeft. Hoe moet je daarmee omgaan?

**Joosten:** 'Door de ambitie vast te leggen, spreek je eigenlijk al uit dat je de ene horizon belangrijker vindt dan de andere. Als je het





> Anita Joosten

is sinds 2009 werkzaam bij het Directiebureau van Philips Pensioenfonds. Zij houdt zich hoofdzakelijk bezig met ALM en strategisch beleid. Daarvoor heeft zij gewerkt bij Philips Corporate Pensions als Global Pension Risk Manager en bij Philips Pensions Competence Centre als Beleggingsstrateeg. Zij heeft ook gewerkt als strateeg/econoom bij IRIS (Robeco) en bij GIM Algemeen Vermogensbeheer. Zij is in 1998 cum laude afgestudeerd aan de Universiteit van Tilburg als Algemeen Econoom, met als specialisatie Geld-, Krediet en Bankwezen. Daarnaast heeft zij de VBA opleiding afgerond.

geld niet in huis hebt om nu en in de toekomst geïndexeerde pensioenen uit te keren, zul je risico's moeten lopen om die ambitie waar te maken. Daarmee accepteer je dat je dan misschien ook een jaar moet korten.'

**Liersch:** 'Het is goed om niet alleen kwantitatieve afspraken te maken, maar ook kwalitatieve. Bijvoorbeeld door in de beleggingsbeginselen vast te leggen dat je als fonds niet gelooft dat het voorspellen en timen van kortetermijn-marktbewegingen een goede basis is voor het beleggingsbeleid. Dergelijke kwalitatieve uitgangspunten zijn goed uit te leggen en het is makkelijker daarop terug te vallen dan op een kwantitatieve trigger. Als een trigger geraakt wordt, moet je bijvoorbeeld inschatten of het geen ruis betreft en of het model wel goed werkt in dergelijke situaties. Vooral in extreme situaties, zoals bij het bankroet van Lehman Brothers in 2008, is dat heel moeilijk.'

**Als het nieuwe FTK (Financieel Toetsingskader) het uitsmeren van verliezen op langere termijn toestaat, zullen pensioenfondsen zich dan meer op de lange termijn gaan richten?**

**Joosten:** 'De feitelijke risico's veranderen niet als je gaat uitsmeren. Je gaat risico's op een andere manier toedelen, waardoor ze minder zichtbaar worden. Dat betekent ook dat de perceptie van deelnemers en andere stakeholders over risico's gaat veranderen.

Risico wordt een soort sluipmoordenaar die langzaam in het pensioenfonds kruipt. Dat maakt risicomangement nog veel belangrijker dan het nu al is.'

**Hamelink:** 'Het uitsmeren van verliezen over een aantal jaren zou geen effect moeten hebben op het beleid van het pensioenfonds. Dat geldt eigenlijk voor alle regelgeving.'

**Wouters:** 'Door het nieuwe FTK wordt integraal balansmanagement, denk ik, nog belangrijker. De transparantie die je moet kunnen laten zien, verandert door de uitsmering van minnen en plussen: je moet laten zien of je ook daadwerkelijk de pensioenen hebt uitgekeerd die je misschien tien jaar geleden geambieerd hebt.'

**Bergsma:** 'In het huidige kader kan je geen reële ambitie hebben, omdat je voortdurend door de nominale garantie of nominale minimumwaarde wordt gehinderd om uit te voeren wat je wilt. Als we over vijftien jaar terugkijken, zou het weleens kunnen zijn dat we moeten vaststellen dat iedereen er helemaal naast zat, want pensioenfondsen hebben historisch gezien nog nooit zoveel afgedekt als nu het geval is, terwijl de allocatie naar aandelen relatief laag is.'

**Molenaar:** 'Door die afdekking zijn de pensioenfondsen in absolute zin wel rijk geworden.'

**Bergsma:** 'Ja, dat is waar, maar dat zou nu afgebouwd moeten worden.'

**Hoe kan een vermogensbeheerder of fiduciair manager het beste bijdragen aan het risicobeheer van een pensioenfonds?**

**Wouters:** 'Het vaststellen van de ambities en de daarbij horende risico's is de taak van het pensioenfondsbestuur en zijn adviseurs. De fiduciair manager zal met name naar de marktrisico's kijken. Die komt met voorstellen, juist omdat hij dicht bij de markt staat.'

**Tromp:** 'Een fiduciair manager of vermogensbeheerder en risico's nemen zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden. Hier gaat het dan om de beleggingstechnische risico's. Daarnaast zijn er ook risico's



verbonden aan het 'runnen' van het pensioenfonds zelf. De fiduciair manager dient met betrekking tot de taken en activiteiten waarvoor hij is aangesteld, de risico's in kaart te brengen.'

**Molenaar:** 'Het bestuur is uiteindelijk verantwoordelijk voor de strategische besluitvorming. De fiduciair kan helpen dit proces zo goed mogelijk te bewaken.'

**Hamelink:** 'Het voordeel van het fiduciaire model is om duidelijk te maken welke verantwoordelijkheden bij wie liggen. Het is duidelijk dat het bestuur eindverantwoordelijk is.'

### Leunen sommige pensioenfondsen teveel op of maken zij juist te weinig gebruik van een fiduciair manager?

**Hamelink:** 'Een belangrijke rol van de fiduciair manager is het bestuur te helpen met het nemen van beslissingen.'

### In een panieksituatie zou een fiduciair manager proactief zijn vinger op moeten steken.

**Tromp:** 'Van tevoren moet geregeld zijn wie in een panieksituatie namens het bestuur kan spreken en beslissingen nemen. Een fiduciair dient ervoor te zorgen dat dergelijke processen voor een ieder duidelijk en helder zijn.'

**Joosten:** 'Enerzijds wil je graag snel kunnen reageren in een panieksituatie, dat kan als de lijnen kort zijn. Maar anderzijds moeten grote wijzigingen in de strategie – bijvoorbeeld een forse aanpassing in je hedge als gevolg van de rente-ontwikkeling – uiteindelijk door het hele bestuur worden genomen.'

**Wouters:** 'Voor een bestuur wordt het er niet altijd makkelijker op als het een fiduciair manager inhuurt. In ieder geval betekent het niet minder werk voor bestuurders. Het werk gaat wel veranderen en wordt hopelijk ook leuker, meer strategisch.'

### Als een pensioenfonds geen fiduciair manager heeft, is het risicomanagement dan moeilijker in te vullen?

#### > Hartwig Liersch

is Manager Risicomanagement voor de vermogens- en de pensioenbeheer activiteiten bij het Pensioenfonds Metaal & Techniek (PMT). Onder zijn regie is in 2010 een onafhankelijke risicomanagement functie bij PMT ingericht. Liersch werkt sinds 1998 in de financiële sector, vooral op het gebied van risicomanagement en begon zijn loopbaan bij de afdeling Balansmanagement van ING Bank. Liersch studeerde financiële economie en econometrie aan de Universiteit Münster en Universiteit Würzburg in Duitsland. Kort na zijn studie verhuisde hij naar Nederland.



**Tromp:** 'Een andere vraag is: als er geen fiduciair manager is, wie vervult dan diens taken? Een fiduciair manager heeft veel taken, doet meer dan alleen vermogensbeheer. Een pensioenfonds dat geen bestuursbureau en geen fiduciair manager heeft, zal heel goed georganiseerd moeten zijn om alles in de klauw te houden.'

**Bergsma:** 'Zoals slagers gelukkig ook zelf nog hun eigen vlees keuren, kunnen fiduciaire managers prima beoordelen hoe de zaken gaan. Daarnaast pleit ik ervoor om altijd een onafhankelijke risicomanager te hebben.'

**Wouters:** 'Als het vermogensproces is uitbesteed, wil je dat een onafhankelijke partij vaststelt of de beleggingsstrategie gewerkt heeft. Voor zowel de fiduciair als het bestuur is het goed om te weten of de doelstellingen op de juiste manier zijn beoordeeld en uitgevoerd.'

**Tromp:** 'In de processen van de fiduciair zitten ook risico's. Het bestuur moet weten of de fiduciair zijn eigen processen wel goed volgt. De taken die de fiduciair heeft, zijn niet gering. Hij moet dus zijn eigen risicomanagement hebben, maar het bestuur moet daar zijn eigen checks and balances op loslaten.'

**Joosten:** 'Wij beschikken over een eigen onafhankelijk team, waarvan we vinden dat het toegevoegde waarde heeft bij het





> **Piet Molenaar**

is bij AllianzGI verantwoordelijk voor de Global Solutions activiteiten in de Benelux en Scandinavië. Behalve fiduciair beheer valt daaronder ook (dynamisch) risicobeheer, manager selectie en monitoring en advisering rond Duurzaam Beleggen. Voor hij bij AllianzGI aan de slag ging, was Molenaar 16 jaar als zelfstandig interim-manager, adviseur en trainer betrokken bij diverse Nederlandse pensioenfondsen als CEO, CIO, risicomanager of adviseur. Hij is tevens nog actief als extern adviseur van de beleggingscommissie van een tweetal pensioenfondsen en als lid van een aantal Visitatiecommissies.

vaststellen, implementeren en monitoren van het beleid. Om die reden hebben we zowel eerstelijns als tweedelijns risicomanagement in huis.'

**Liersch:** 'Er zit een informatie-asymmetrie tussen de fiduciair en het bestuur of de risicomanager. Daarom moet alles wat de fiduciair doet heel transparant zijn.'

**Hanneke Veringa:** 'In de afgelopen 4 tot 5 jaar was de toegevoegde waarde van een fiduciair manager vooral gericht op het beschermen van de dekkingsgraad. De hele perceptie van risicomanagement was gericht op het definiëren van triggers, het definiëren van processen waarmee je ervoor kon zorgen dat je snel kon schakelen met een bestuur. Ik denk dat een fiduciair manager een andere rol krijgt en met het bestuur en investment comité's een ander gesprek gaat voeren dat veel meer gericht is op het verstandig opbouwen van een risicobudget. Het accent verschuift naar wanneer en waarom je het risico weer verder opent. We moeten duidelijk in kaart hebben hoe belangrijk de echte basisrisico's als rente, inflatie en langlevens zijn en of het wellicht interessant is deze nu te hedgen. Dit soort fiduciaire dienstverlening vergt wel ervaring met balansbeheer. De tijd is aangebroken om met pensioenfondsen gesprekken te voeren over hun toekomstige organisatie. De rol van de fiduciair manager zal de komende jaren veel breder zijn dan de afgelopen jaren tijdens de crisis.'



**Veel pensioenfondsen zoeken aansluiting bij andere fondsen. Waarop moet het risicomanagement daarbij letten?**

**Bergsma:** 'Wij hebben veel te maken met pensioenfondsen die liquideren, naar een bedrijfstakpensioenfonds gaan of fuseren. Je moet de financiële risico's daarvan goed in kaart brengen en vervolgens kijken wat je daarmee gaat doen en wat een goed moment is om over te gaan. Dat is lastig, met name als een fonds zich aansluit bij een bedrijfstakpensioenfonds, want het beleid van het ene fonds is niet dat van het andere.'

**Tromp:** 'Het is inderdaad heel lastig om pensioenfondsen samen te voegen waarvan de dekkingsgraden uiteenlopen. Uiteindelijk wil je voorkomen dat door een fusie van pensioenfondsen de aanspraken van deelnemers van het ene fonds minder worden ten gunste van de aanspraken van het andere fonds.'

**Wouters:** 'Je neigt naar het afdekken van bijna elk risico om te voorkomen dat de dekkingsgraad op een ander niveau komt dan is afgesproken bij de integratie.'

**Molenaar:** 'Het is denk ik anders. Je gaat niet je risico's afdekken, maar proberen de andere beleggingsportefeuille na te bootsen.'

**Moet een onafhankelijk risicomanager een extern iemand zijn of iemand van het bestuursbureau?**

**Hamelink:** 'De belangrijkste rol van de risicomanager die is aangesteld om de fiduciair manager te controleren, is te kijken naar de processen: zijn die goed op orde? Dat kan zowel ex- als intern worden gedaan.'

**Tromp:** 'Een pensioenfonds met een omvang van minder dan circa 3 miljard euro doet er verstandig aan extern het risicomanagement of oversight management af te nemen. Een groter pensioenfonds kan in overweging nemen om het bestuursbureau uit te breiden met een risicomanager.'

**Wouters:** 'Alles wat je gaat uitbesteden aan externe partijen kost geld. Tegelijkertijd is er de druk van DNB om de kosten naar bene-

## > Joram Swart

is Head of Risk Management bij Pensioenfondsen ING. Sinds 2011 was hij Risk Manager bij hetzelfde pensioenfonds. Bij pensioenfondsen ING heeft Swart het risicomanagement sterk verbeterd. Voor ING was Swart werkzaam bij Kempen Capital Management in het fiduciair management team. Hij studeerde Luchtvaart- en Ruimtevaarttechniek aan de Technische Universiteit Delft en heeft de FRM opleiding voltooid.



den te brengen. In hoeverre is het risicomanagement volledig uit te besteden door alle pensioenfondsen? Je moet al veel kunnen als fiduciair manager. Het pensioenfonds moet ook wel bereid zijn daarvoor te betalen.'

**Veringa:** 'Voor vermogensbeheerders geldt dat zij ongeveer eenderde van de alpha die ze realiseren als compensatie kunnen vragen. Hoe wil je als fiduciair manager beloond worden? Op basis van een vaste fee, een vergoeding die gebaseerd is op de gemaakte kosten, of afhankelijk van de geleverde toegevoegde waarde? Bij het laatste kun je de fiduciair manager ook afrekenen op zijn prestaties.'

**Wouters:** 'Stel dat ik graag beloond wil worden op het realiseren van alpha of de ontwikkeling van de dekkingsgraad. Mag ik dan ook de door mij gewenste risico's nemen of zegt een risicomanager dan: we hebben afgesproken op deze manier met de portefeuille om te gaan? Dan krijg ik dus niet de tools. De vraag is of we een verdienmodel willen creëren waarbij risicomanagement en vermogensbeheer soms tegenstrijdig restricties met zich mee brengen. Dat zou ik niet willen koppelen.'

**Molenaar:** 'Ik ook niet. Fiduciaire managers hebben de laatste jaren veel extra werk gekregen. Het merendeel van de huidige fiduciaire contracten, zeker die welke in de afgelopen jaren zijn gesloten, is absoluut niet winstgevend.'

**Veringa:** 'Ik zet mijn vraagtekens bij de stelling dat het meren-

deel van de fiduciaire contracten niet winstgevend zou zijn. Tegelijkertijd denk ik dat er bij pensioenfondsen een vertekend beeld is ontstaan dat er bij fiduciair managers sprake is van een heel ruime compensatie. Wanneer pensioenfondsen de balans opmaken van de kosten en baten van de fiduciair manager, zal de toegevoegde waarde de doorslag geven.'

**Hamelink:** 'Als er meer aansprakelijkheid bij de fiduciair manager komt te liggen, moet daar ook een adequate beloning –risicopremie– tegenover staan. Een fonds is er niet bij gebaat als de fiduciaire manager risico avers is. Integendeel! Er moeten risico's genomen worden, omdat dat de enige manier is om op lange termijn de doelstelling van een pensioenfonds te realiseren.'

## Besteedt een pensioenfonds wel de juiste tijd en inspanning aan de juiste risico's?

**Tromp:** 'Als het inderdaad zo is dat 80 tot 90 procent van het rendement wordt bepaald door de strategische asset allocatie, die uit de ALM-studie komt, waarom focussen we daar dan niet op? Dan hoeft je de beleggingen niet zo complex te maken, zoals hier en daar gebeurt. Daarnaast is het dan mogelijk om de activiteiten ten aanzien van het managersselectieproces te beperken.'

**Bergsma:** 'Naast die 90 procent regel heb je ook de zogenaamde Guus Boender-regel dat 1 procent extra rendement over de hele periode tot een 30 procent hoger pensioen leidt. In die zin is 10 basispunten op termijn al veel geld. Als je met een slim beleg-

## > Christiaan Tromp

is founder/oprichter van Tromp Fiduciary Services (TFS) en Independent Pension Fund Oversight Services (IPFOS) dat zich richt op pensioenfondsen voor onafhankelijk Oversight Management en Risicomanagement. Tromp heeft het Fiduciair Management bij Fortis Investments succesvol geïmplementeerd en voor pensioenfondsen en verzekeraars gewerkt, zoals Avery Dennison, MN Services en Atradius. TFS heeft audits op fiduciair managers uitgevoerd bij onder andere pensioenfonds Vervoer, wat aanleiding werd voor de oprichting van IPFOS dat de volle aandacht krijgt na bijna twee jaar ad interim directeurschap vermogensbeheer en treasury bij de ANWB.







> Hanneke Veringa

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

gingsbeleid consistent een iets hoger rendement kunt realiseren, is dat zeker de moeite waard.'

**Tromp:** 'Maar die afweging heb je al in je ALM-studie gemaakt. Wat is mijn beoogde rendement, wat is mijn maximale risicobudget en welke strategische allocatie past daarbij?'

**Hamelink:** 'Dat heeft allemaal te maken met de investment beliefs van het bestuur. Daarnaast is het zo dat diversificatie over asset classes in het verleden niet altijd gewerkt heeft.'

### Hoe kan het bestuur het beste bijdragen aan risicomangement?

**Molenaar:** 'Het bestuur moet over genoeg kennis beschikken om afgewogen besluiten over ambitie, rendementrisicoprofiel en cetera te nemen. Er is strategische kennis nodig om iets over beleggen te zeggen en bestuurlijke kennis om iets te organiseren.'

**Liersch:** 'Een interessante vraag is dan: wat doet de fiduciair manager als het bestuur een bepaalde richting heeft gekozen en je als fiduciair denkt: daar heb ik de kennis niet voor?'

**Wouters:** 'Soms moet je als fiduciair kunnen zeggen dat je niet over de juiste expertise beschikt.'

**Tromp:** 'Het kan niet zo zijn dat de fiduciair manager over alle deskundigheden beschikt, dus het siert hem als hij zegt bepaalde expertises niet te hebben. Als de fiduciair manager bijvoorbeeld niet zelf een commodityfonds kan selecteren, zou hij wel een multimanager op dat gebied kunnen aanbevelen, die vervolgens de selectie zou kunnen uitvoeren.'

### Gaat de fiduciair manager altijd mee met de investment beliefs van het bestuur?

**Molenaar:** 'In het adviseren van pensioenfondsen zijn we agnostisch. De investment beliefs van het bestuur zijn voor de vermogensbeheerder de uitgangspunten waarmee hij gaat werken. Het is verkeerd als dat niet gebeurt.'

**Tromp:** 'De fiduciair manager moet de investment beliefs respecte-

ren. Die vormen de basis van waaruit de portefeuilles en het risicomanagement worden ingericht.'

**Wouters:** 'Stel dat een van de beliefs is het investeren in private equity, maar dat jij dat als fiduciair op zijn minst niet handig vindt voor dat betreffende pensioenfonds. Dan moet je dat kunnen zeggen.'

**Molenaar:** 'Als je als fiduciair beheerder met het pensioenfonds meegaat, hoewel je het daar niet mee eens bent, komt dat op een gegeven moment bij je terug.'

**Tromp:** 'Als je voorstelt om in private equity te gaan, zeg je iets over liquiditeitsrisico, want dat is nu eenmaal niet snel liquide te maken. Zo'n voorstel heeft ook te maken met je investment horizon. Daarvan moet het bestuur zich wel bewust zijn.'

### Zijn dat dingen die het bestuur zichzelf moet realiseren of is dat juist iets voor de risicomanager?

**Hamelink:** 'De toezichthouder geeft aan dat het bestuur elke beleggingscategorie waarin het fonds investeert, goed moet begrijpen. Het is de taak van het fiduciair management het bestuur op een objectieve manier in te lichten over nieuwe asset classes.'

**Liersch:** 'Het vertrekpunt is altijd een goede ALM-studie. Het is natuurlijk niet zo dat iemand ineens zegt: kom, laten we eens in private equity gaan, want ik heb daarover een prachtige folder gelezen.'

**Joosten:** 'Dan ga je ervan uit dat de uitkomsten van de ALM-studie bepalen waarin je gaat beleggen en hoe je dat doet. Een asset categorie waarvan je al bij voorbaat weet dat je er de tools niet voor hebt om die goed te monitoren, zou ik niet in een ALM-studie meenemen.'

### De hoeveelheid risicorapportages is enorm toegenomen. Hoe voorkom je in een situatie te komen waarin je door de bomen het bos niet meer ziet?

**Swart:** 'Het is belangrijk om duidelijk te kiezen waar je op stuurt en dus een duidelijk beleid te hebben. Daar moet een risicorapportage mee beginnen, de details volgen later.'

## > Anton Wouters

is hoofd van de afdeling Customized & Fiduciary Solutions van BNP Paribas Investment Partners. Dit team is verantwoordelijk voor het leveren van maatwerk oplossingen aan institutionele relaties op het gebied van Solvency Management, Liability Driven Investments en Risico Overlays. Het taakgebied varieert van de bepaling van de strategische asset allocatie tot het construeren en beheren van complete portefeuilles tegen een specifieke benchmark. Wouters heeft wiskunde gestudeerd aan de Technische Hogeschool in Delft.



**Joosten:** 'Het is belangrijk dat je focus aanbrengt in de wijze waarop je risico-informatie in het bestuur inbrengt. Er is geen eenvoudig spoorboekje voor risicomangement. De toegevoegde waarde van een risicomanager is om alle risicoparameters in onderlinge samenhang te zien en eruit te halen wat echt van belang is voor het pensioenfonds. De risicomanager filtert de enorme hoeveelheid risico-informatie en komt met een advies voor het bestuur.'

**Molenaar:** 'Daarmee geef je de risicomanager uiteindelijk een zware invloed op het beleid.'

**Joosten:** 'We hebben zelf wel eens een vergelijking gemaakt met de toegevoegde waarde van een arts. Die zit niet zozeer in de gestelde diagnose, maar in het behandelplan dat de arts opstelt. Uiteindelijk beslist het bestuur of het behandelplan van de risicomanager opvolgt.'

**Bergsma:** 'Als je aan het begin van het traject met je risicostrategie begint, kan je als bestuur ook bepalen wat wel en niet gemonitord moet worden om de gestelde ambitie te bereiken. Als bestuur zeg je: dit vind ik belangrijk, dit wil ik zien, de rest deleger ik aan de beleggingscommissie.'

**Liersch:** 'Het bestuur moet voor de belangrijkste parameters ook van tevoren vaststellen wanneer het om een hoog of laag risico gaat.'

**Veringa:** 'Welke belangrijke parameters houd je in de gaten als het gaat om het meten van risico? Ik zie dat er in toenemende mate ook gevraagd wordt om een diagnose van het ESG (environmental, social, governance)-risico in de portefeuille.'

**Joosten:** 'De uitdaging is om kwantificeerbare risico's te combineren met niet meetbare als ESG, reputatierisico en juridische risico's.'

**Wouters:** 'Veel pensioenfondsen willen duurzamer beleggen, maar vinden het ook vervelend als ze als gevolg daarvan 20 tot 30 procent van het beleggingsuniversum niet kunnen benutten. Dat zijn risico's die je bewust met het bestuur gaat bespreken.'

**Tromp:** 'Dit hangt nauw samen met je investment beliefs. Hierin behoort ook aandacht besteed te zijn aan hoe er dient te worden omgegaan met duurzaam beleggen. Daarnaast is het van belang je reputatierisico in de gaten te houden. Wat als je niet duurzaam belegt, terwijl dit wel is vastgelegd in de investment beliefs?'

**Molenaar:** 'De cultuur van een pensioenfonds speelt hierbij ook een rol. De deelnemers van het ene pensioenfonds hechten meer belang aan duurzaam beleggen dan die van het andere. PGGM kreeg na de Zembla-uitzending over "foute beleggingen van pensioenfondsen" honderden mailtjes, Shell heeft er een gehad.' «

## CONCLUSIE

Risicomangement begint met een risicostrategie: hoe kan ik risico's inzetten om mijn doelstellingen te realiseren? De dekingsgraad, maar vooral de volatiliteit daarvan, is een belangrijke trigger voor dynamisch risicobeheer. Als een pensioenfonds een reële ambitie heeft, moet je de triggers zo zetten dat je de kans op korten minimaliseert. In ieder geval moet van tevoren worden bedacht wat er dient te gebeuren als bepaalde triggerniveaus worden bereikt. Een pensioenfonds zou eigenlijk altijd een onafhankelijke risicomanager moeten heb-

ben. Fiduciair managers kunnen prima beoordelen hoe de zaken gaan. In de afgelopen 4 tot 5 jaar was de toegevoegde waarde van een fiduciair manager vooral gericht op het beschermen van de dekingsgraad. Het accent zal verschuiven naar de vraag: wanneer en waarom zet je het risico weer verder open? De investment beliefs van het pensioenfondsbestuur vormen de basis van waaruit de portefeuilles en het risicomangement worden ingericht.