



Jan Bertus Molenkamp

Fiduciair management: panacee voor pensioen- fondsen?

Netspar NEA Papers



The background of the cover features a series of thin, black, curved lines that sweep across the page from the top left towards the bottom right, creating a sense of movement and depth.

Jan Bertus Molenkamp

Fiduciair management: panacee voor pensioen- fondsen?

NEA PAPER 12

NETSPAR ECONOMISCHE ADVIEZEN



Netspar

Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Colofon

NEA Papers is een uitgave van Netspar
Juni 2008

Redactie

Henk Don (Voorzitter) (Erasmus Universiteit Rotterdam)
Jan Marc Berk (De Nederlandsche Bank)
Bernard ter Haar (Ministerie van Financiën)
Jan Koeman (Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid)
Peter Kooreman (Universiteit van Tilburg)
Niels Kortleve (PGGM)
Albert Mentink (AEGON)
Joos Nijtmans (Interpolis)
Alwin Oerlemans (Cordares)
Rick van der Ploeg (Oxford University)
Hens Steehouwer (ORTEC)
Tom Steenkamp (APG)
Marno Verbeek (Erasmus Universiteit Rotterdam)

Vormgeving

Bladvulling, Tilburg

Drukwerk

Drukkerij Universiteit van Tilburg

Redactieadres

Netspar
Universiteit van Tilburg
Postbus 90153
5000 LE Tilburg
Telefoon +31 13 466 2109
info@netspar.nl
www.netspar.nl

Niets uit deze uitgave mag worden vermenigvuldigd, op welke wijze dan ook, zonder voorafgaande toestemming van de auteur(s).

INHOUD

<i>Voorwoord</i>	7
<i>1. Inleiding</i>	9
<i>2. Fiduciair management: oude wijn in nieuwe zakken?</i>	11
<i>3. De belangenafwegingen bij fiduciair management</i>	17
<i>4. De toegevoegde waarde van fiduciair management</i>	23
<i>5. Gemeenplaatsen en fiduciair management</i>	30
<i>6. Conclusies</i>	34
<i>Literatuurlijst</i>	36

VOORWOORD

Netspar stimuleert debat over de gevolgen van vergrijzing voor het (spaar) gedrag van mensen, de houdbaarheid van hun pensioenen en het overheidsbeleid. Doordat veel van de babyboomers met pensioen gaan, zal het aantal 65-plussers in de komende decennia snel toenemen. Meer in het algemeen leven mensen gezonder en langer en krijgen gezinnen steeds minder kinderen. Vergrijzing staat vaak in een negatief daglicht, want ten opzichte van de bevolking tussen 20 en 65 jaar zou het aantal 65-plussers wel eens kunnen verdubbelen. Kan de werkende beroepsbevolking dan nog wel het geld opbrengen voor een groeiend aantal gepensioneerden? Moeten mensen meer uren maken tijdens hun werkzame periode en later met pensioen gaan? Of moeten de pensioenen worden gekort of de premies worden verhoogd om het collectieve pensioen betaalbaar te houden? Moeten mensen worden aangemoedigd zelf veel meer verantwoordelijkheid te nemen voor het eigen pensioen? En wat is dan nog de rol van de sociale partners in het organiseren van een collectief pensioen? Kunnen en willen mensen eigenlijk wel zelf gaan beleggen voor hun pensioen of zijn ze graag bereid dat aan pensioenfondsen over te laten? Van wie zijn de pensioengelden eigenlijk? En hoe kan een helder en eerlijk speelveld voor pensioenfondsen en verzekeraars worden gedefinieerd? Hoe kunnen collectieve doelstellingen als solidariteit en meer individuele wensen worden verzoend? Maar vooral: hoe kunnen de voordelen van langer en gezonder leven worden benut voor een meer gelukkige en welvarende samenleving?

Om een aantal redenen is er behoefte aan debat over de gevolgen van vergrijzing. We weten niet altijd precies wat de gevolgen van vergrijzing zijn. En de gevolgen die wel goed kunnen inschatten, verdienen het om bekend te worden bij een groter publiek. Belangrijker is natuurlijk dat veel van de keuzen die moeten worden gemaakt een politieke dimensie hebben en daarover is debat hard nodig. Het gaat immers om maatschappelijk zeer relevante en actuele vraagstukken waar, in de meest letterlijke zin oud en jong mee worden geconfronteerd. Om die

redenen heeft Netspar de NEA Papers ingesteld. In een NEA Paper neemt de auteur gemotiveerd stelling over een beleidsrelevant onderwerp. De naam NEA Papers heeft twee betekenissen. Ten eerste, NEA staat voor Netspar Economische Adviezen. Wetenschappers adviseren op persoonlijke titel en op verzoek van Netspar over actuele economische kwesties op het gebied van vergrijzing en pensioenen. Ten tweede, NEA klinkt als Nee-Ja en geeft daarmee een wezenskenmerk van elk debat aan.

Henk Don

Voorzitter van de Netspar Redactieraad.

1. INLEIDING

Afgelopen jaren heeft er een 'fiduciaire' storm over Nederland gewoed. De commerciële start zou gezien kunnen worden bij de uitbesteding van het vermogensbeheer door de verzekeraar VGZ aan Goldman Sachs in 2002. Daarna is het snel gegaan. In Van Nunen[2007] worden 11 namen genoemd van pensioenfondsen en verzekeraars. Dit rijtje is nu, begin 2008, aanmerkelijk langer geworden. Het betreft onder meer de ondernemingspensioenfondsen van Cosun, TNO en Randstad, en de bedrijfstakpensioenfondsen voor de meubelindustrie en de koopvaardij. De totale omvang van de fiduciaire markt wordt per april 2007 op 90 miljard euro geschat (Nederland); eind maart 2008 wordt de omvang door fiduciaire managers geschat op 173 miljard van de 618 miljard aan Nederlands pensioenvermogen (Bosch [2008]). Waren er tot en met 2005 nog slechts enkele aanbieders van fiduciair management, anno 2007 zijn er op zijn minst al een twintigtal partijen, Nederlands en buitenlands, die fiduciair management aanbieden. Het lijkt er op dat de vraag niet is *of*, maar *wanneer* Nederlandse pensioenfondsen gaan vallen voor een fiduciaire manager. Ook in het buitenland lijkt fiduciair management aan populariteit te winnen en zijn er al enkele contracten gesloten.

Maar wat is nu eigenlijk precies 'fiduciair management'? Mijn betoog is dat het een integraal vermogensbeheer model is. Het is in zichzelf niet nieuw, maar het is wel nieuw dat het beschikbaar is voor fondsen die hier tot voor kort niet over konden beschikken. De reden van het ogenschijnlijke succes van fiduciair management is gelegen in een aantal elkaar versterkende krachten. Allereerst wordt het beleggen voor een pensioenfonds steeds ingewikkelder door ondermeer de toegenomen regulering. Daarnaast wordt de druk op pensioenfondsen hoger (door o.a. transparantie en benchmarking) om rendement te leveren waarbij een breed assortiment van beleggingscategorieën bespeeld dient te worden. Een onderschatte factor is het falende 'klassieke' model, bij met name kleinere tot middelgrote fondsen, waarbij veel externe partijen betrokken zijn, die andere belangen hebben dan pensioenfondsen.

Al met al kan de vraag van pensioenfondsen naar fiduciair management kort omschreven worden als een vraag naar professionalisering.

Er zijn dus een aantal mogelijke voordelen te noemen van de fiduciaire aanpak, maar daarmee is niet alles gezegd. In deze paper zal een aantal belangrijke elementen van fiduciair management voor pensioenfondsen op een rijtje worden gezet. In de praktijk gaat het om een relatief *vaag* concept dat voor commerciële partijen blijkbaar aantrekkelijk is. De terminologie 'fiduciair' manager klinkt prachtig, maar er valt wel wat op af te dingen. De governance van pensioenfondsen is niet meteen verbeterd met een fiduciaire manager en er zijn ook nog wel wat principal-agent problemen die geadresseerd dienen te worden. De commerciële resultaten zijn overweldigend; de toegevoegde waarde voor pensioenfondsen zou er kunnen zijn, maar valt niet eenvoudig te meten. Derhalve is enige voorzichtigheid op zijn plaats voor wat betreft de beoordeling van het fiduciair management concept.

Overigens kan het fiduciaire concept ook voor andere institutionele beleggers zoals verzekeraars een soortgelijke rol vervullen als voor pensioenfondsen. Het is zeker niet uitsluitend bestemd voor de pensioenfondssector.

2. FIDUCIAIR MANAGEMENT: OUDE WIJN IN NIEUWE ZAKKEN?

2.1 Definitie fiduciair management

Het concept fiduciair management voor pensioenfondsen is niet nieuw en is door Ambachtsheer en Ezra[1998] al aangeduid. Zij spreken vanuit het pensioenfonds over de drie fiduciaire functies: toezicht ('governing'), beheren ('managing') en uitvoeren ('operating').

Deze splitsing naar taken en verantwoordelijkheden geeft een goede kapstok voor het definiëren van fiduciair management. Het inhuren van een fiduciaire manager zoals dat in Nederland nu plaatsvindt, betreft het uitbesteden (outsourcen) van de *beherende* fiduciaire functie (met daar- onder de uitvoerende fiduciaire functie). Voor het uitoefenen van deze functie is volgens Ambachtsheer en Ezra kennis nodig over de volgende onderwerpen:

- ontwikkeling van financiële markten,
- visie op efficiëntie van markten,
- portfolio management processen,
- principal-agent theorie en hoe dit de organisatie kan beïnvloeden,
- de kernleveranciers van diensten aan het pensioenfonds en
- overige zaken als toezicht, toepasselijk recht, corporate finance.

De term fiduciair zoals hierboven gebruikt is niet toevallig gekozen. In de Verenigde Staten is het begrip 'fiduciair' een ingeburgerd begrip. Volgens de *Best Fiduciary Practices* van de Foundation for Fiduciary Studies heeft een (pensioenfonds) fiduciair de volgende primaire verantwoordelijkheden:

1. Bepalen van beleggingsdoelstelling
2. Keuze van toepasselijke asset allocatie strategie
3. Tot stand brengen van expliciet, beschreven beleggingsbeleid consistent met de beleggingsdoelstellingen
4. Goedkeuren van in te huren prudente experts zoals asset managers om beleid te implementeren
5. Monitoren van de activiteiten van het overall beleggingsproces op compliance met het beleggingsbeleid

6. Vermijden van belangenconflicten en niet toegestane transacties.

De uitsplitsing van de fiduciaire functies in Ambachtsheer & Ezra [1998] is helder. Fiduciair management betreft de *beherende* fiduciaire functie ('managing fiduciair'). Dit is overigens geen normatieve definitie, maar meer een beschrijvende definitie van fiduciair management in haar uiterste of meest zuivere vorm, aangezien de bestuurlijke verantwoordelijkheid ('governing') door een pensioenfonds niet kan worden uitbesteed. In de praktijk zal de beherende fiduciaire functie ook deels uitbesteed kunnen zijn en daarbij nog steeds (en wellicht verwarrend) het predikaat fiduciair management dragen.

De fiduciaire manager zal het pensioenfonds dienen te ondersteunen op de fiduciaire verantwoordelijkheden 1 t/m 3. Hierin zal de relatie gelegd moeten worden tussen de verplichtingen, het financieringsbeleid (premies en indexaties) en het te voeren beleggingsbeleid van het pensioenfonds. Door deze ondersteuning is de fiduciaire manager in staat de brug te slaan tussen doelstellingen, beleid en uitvoering. Met een ander woord noem ik dat de *integratorrol*. De fiduciaire manager zal uitvoering geven aan de verantwoordelijkheden 4 & 5. Het gaat hierbij om de volledige uitvoering van de beleggingen waarin de fiduciaire manager zorgt voor de coördinatie. Het gaat eveneens om het efficiënt en effectief gebruik van risico binnen een (beleidsmatig) vastgesteld budget. Het pensioenfonds geeft hier ruimte aan de fiduciaire manager en zal derhalve deze dienen te monitoren. Doordat de fiduciaire manager een breed palet aan taken en verantwoordelijkheden krijgt uitbesteed is de adressering van belangenconflicten essentieel (verantwoordelijkheid 6). Het gaat hierbij niet alleen om het belangenconflict tussen de fiduciaire manager en het pensioenfonds, maar ook over het omgaan door de fiduciaire manager met belangenconflicten bij het inhuren van externe partijen.

2.2 Samenhang met andere aanpakken en definities

Er zijn een aantal concepten die mogelijk in samenhang met Fiduciair Management worden genoemd.

Fiduciair management betreft bijvoorbeeld een breder concept dan (klassiek) balanced management. Balanced management is het onderbrengen van de beleggingen bij één manager, waarbij deze de beleggingscategorieën aandelen en obligaties en de verhouding daartussen

intern managet. Vaak wordt gemanaged vanuit één beleggingsstijl waardoor de aanpak kwetsbaar is voor een verandering van de economische omgeving. Er is hierbij geen expliciete koppeling aangebracht met de verplichtingen van het fonds. Het coördinatieprobleem wordt gedeeltelijk opgelost: één manager die alle beleggingen aanstuurt.

Fiduciair management is ook een breder concept dan multi-management, waarin producten worden aangeboden met daarin meerdere *externe* asset managers (ten behoeve van diversificatie van stijlen). Hier wordt het coördinatie en integratieprobleem van het pensioenfonds niet opgelost. Tevens is er geen sprake van koppeling aan de verplichtingen van het fonds.

In de wetenschappelijke theorie wordt het coördinatie probleem, dat in fiduciair management een duidelijk belangrijkere rol heeft dan in andere aanpakken, geanalyseerd. Sharpe [1981] bijvoorbeeld vraagt zich af welke doelstellingen aan de managers meegegeven dienen te worden om voor de klant (het pensioenfonds) een optimaal resultaat te kunnen behalen ('decentralized investment management'). Iets wat hier dicht tegenaan zit is de theorie van 'delegated portfolio management' die vanuit principal-agent (pensioenfonds – asset manager) relaties de vraag analyseert hoe portfolio managers beloond dienen te worden om ze voor de principal (pensioenfonds) optimaal gedrag te laten vertonen. Hierop zullen we in het volgende hoofdstuk uitgebreid terugkomen.

In Ambachtsheer [2007] wordt, *opvallend*, niet gerept van fiduciair management, dit terwijl Ambachtsheer als pensioenfondsexpert zeker op de hoogte is van de ontwikkelingen op dit vlak in Nederland. Hij bespreekt wel de blauwdruk voor een nieuwe portfolio theorie, genaamd de 'Integrative Investment Theory'. De 'oude' portfolio theorie is onvoldoende gericht op de waarde creatie voor de deelnemers omdat het een aantal problemen niet adresseert. Om waarde te creëren zouden volgens Ambachtsheer de volgende zaken dienen te worden geïntegreerd: principal-agent kwesties, governance, risicokwesties, beleggingsovertuigingen en financiële engineering. Fiduciair management kan hierbij opgevat worden als een organisatievorm waarin deze zaken meer zijn ingebed en daarom meer geschikt is om waarde te creëren voor de deelnemers.

Van Nunen [2007] ziet fiduciair management meer filosofisch als de culminatie van een Hegeliaans proces. De these is 'balanced' management, waarbij een belegger alle activa namens een pensioenfonds beheerde en de volledige verantwoordelijkheid daarvoor droeg. De

antithese wordt gevormd door de moderne portefeuilletheorie waarin volgens Van Nunen de gedachte ondersteund wordt dat specialistische beleggers betere resultaten kunnen behalen dan generalistische. De problemen die zich vervolgens daarin voordeden betroffen de selectie van managers, risicobeheer, besturing en besluitvorming. Dit leidt dan nu tot de synthese, fiduciair management, waarin beide zaken met elkaar worden verenigd en tevens klantdoelstellingen beter worden geïncorporeerd.

2.3 Ontwikkeling fiduciair management

In het standaardwerk over fiduciair management (er is één boek aan gewijd; Van Nunen), dat eind 2007 verscheen, presenteren zich ruim 20 partijen als fiduciair manager terwijl enkele jaren voorheen slechts enkelen zich als zodanig afficheerden. Opvallend is hoe lang deze partijen al 'fiduciaire manager' zijn. Een overzicht in het blad NPN leverde een gemiddelde levensduur op van 18 jaar. Dit heeft wellicht meer met commerciële positionering te maken waardoor het woord fiduciair een ambivalente betekenis krijgt.

Het aantal pensioenfondsen en verzekeraars dat een fiduciaire manager inhuurt neemt rap toe. Vanaf de start in 2002 is het aantal mandaten en de omvang ervan explosief gegroeid. De belangrijkste reden die wordt genoemd om een fiduciaire manager in te huren is de toenemende complexiteit van het beleggen. Dit komt zowel in de enquête van NPN (2007, 44 fondsen, 55% score) als in de enquête van KPMG (2007, 100 fondsen, 53% score). Blijkbaar spreekt dit concept ook pensioenfondsen als klanten meer aan dan de zeer product gedreven verkoopwijze ('product push') die de beleggingsindustrie normaal kenmerkt. Producten lossen niet het besturingsprobleem van pensioenfondsen op.

Vergeleken met andere bedrijfstakken zou ook gesproken kunnen worden van een logische stap op weg naar verdere professionalisering. De integratorrol kun je inderdaad in meerdere bedrijfstakken waarnemen. De vraag is waarom het in de pensioenfondsenindustrie, zo lang heeft geduurd. Volgens Boender [2006] is de groei van fiduciair management tevens te verklaren vanuit de 'overvoerde en onderbetaalde' positie van de pensioenbestuurders. Bestuurders hebben te veel, te technische informatie te verwerken en zoeken naar een betrouwbare manier om de problematiek gemanaged te krijgen.

Fiduciair management kan ook worden gezien als gevolg van de behoefte aan en/of noodzaak van hogere rendementen. Hierbij speelt

de verhouding tussen beleggingsrendement en de pensioenpremie een belangrijke rol. Boender geeft bijvoorbeeld aan dat (gemiddeld) 1% extra rendement per jaar overeenkomt met een 30% lagere pensioenpremie.

De groei van fiduciair management hangt samen met de wereldwijde hoge groei van multi-management producten. Van 2002–2007 is de groei 25% per jaar (Empirical Research Partners) geweest. Hun inschatting is tevens dat dit in de komende jaren een van de snelst groeiende gebieden zal zijn binnen de beleggingsindustrie.

2.4 Hoe fiduciair is fiduciair management?

Fiduciair management is in korte tijd zeer populair geworden en tevens is het een containerbegrip geworden. De vraag kan gesteld worden: wat is nu zo fiduciair aan fiduciair management?

Maatman [2004] stoelt het fiduciair begrip op het Romeinse recht (*fiducia cum amico*). Twee zaken zijn daar van belang: i) de vertrouwensrelatie en ii) de rechtshandeling waarbij een goed aan de ander wordt overgedragen. Het schenden van de fiduciaire verplichtingen kon leiden tot eerloosheid (*infamia*), met als gevolg dat de fiduciair niet langer bepaalde handelingen kon verrichten of ambten kon bekleden. Maatman maakt duidelijk onderscheid in de mate van vertrouwen die aan activiteiten gekoppeld zijn: de uitbesteding van beleidsvoorbereiding vergt meer vertrouwen dan de uitvoering van het beleid (p. 94). Het pensioenfonds als entiteit kan in deze formulering als fiduciair aangemerkt worden. Het is duidelijk dat naast de fiduciair ook het volledige mandaat wordt gegeven om te handelen namens de belanghebbenden. Hoe ligt dat ten aanzien van de fiduciaire vermogensbeheerder? Een gedeelte van de aan het pensioenfonds toevertrouwde taken wordt uitbesteed aan deze fiduciaire manager. Hierbij wordt ongetwijfeld gekozen op vertrouwen, het bijbehorende mandaat is meestal beperkter. Een paar voorbeelden om dit concreet te maken: een pensioenfonds bepaalt aan de hand van een Asset Liability Management (ALM) studie met een ALM-consultant het beleid. Aan de fiduciaire manager wordt dit als opdracht meegegeven met een duidelijke beschrijving van de guidelines. Onder de formulering van Maatman is de mate van vertrouwen die aan deze fiduciaire manager wordt gegeven duidelijk minder dan aan de ALM-consultant. Ook nog even teruggrijpend op de definitie van Ambachtsheer en Ezra kan met recht worden gesteld dat elke vermogensbeheerder een

fiduciare beheerder is. Ook al doet een beheerder slechts een gedeelte van de beleggingen.

De titulatuur 'fiduciair manager' zoals die in Nederland wordt gebruikt is vanuit deze optiek gezien een vlag die de lading niet dekt. Ambachtsheer en Ezra spreken zoals eerder is aangegeven van een 'managing fiduciair', wat iets geheel anders is. Dit duidt meer op de coördinerende en integrerende rol die deze partij speelt. Twijfel over de naamgeving is niet nieuw. Boender [2006] stelde bijvoorbeeld de term 'Total asset manager' voor¹. Tegenwoordig duikt ook de term 'integraal balansbeheer' op. In het buitenland zal snel verwarring optreden bij het woord fiduciair management omdat daar (denk aan de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk) al andere interpretaties en kwalificaties zijn gegeven aan de term 'fiduciair'. Bij export van dit concept naar het buitenland mag dan ook na worden gedacht over de gepaste naamgeving.

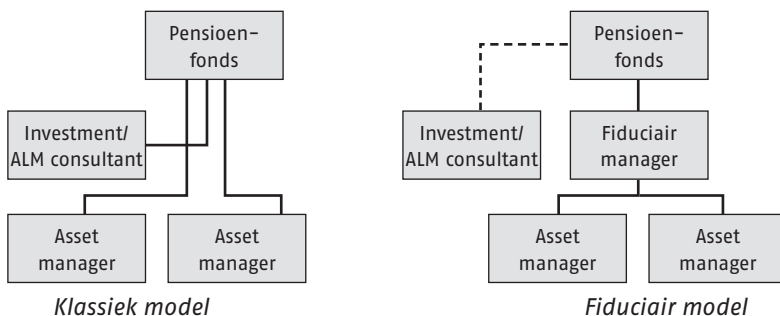
1 Als suggestie zou ik hier een nieuwe schrijfwijze willen voorstellen om het integrale karakter te benadrukken: Fiduciair management.

3. DE BELANGENAFWEGINGEN BIJ FIDUCIAIR MANAGEMENT

3.1 Verbetert fiduciair management de governance van het pensioenfonds?

Als de volledige managing fiduciaire functie uitbesteed wordt dan is wellicht het operationele gedeelte beter ingevuld; de rollen, beloning, etcetera worden door de fiduciaire manager geregeld. De vraag of de governance van het fonds als geheel verbeterd, hangt samen met de definitie van de rol van de managing fiduciair. Als deze rol zelf niet duidelijk wordt inclusief de bespreking van principal agent kwesties, dan wordt de governance niet noodzakelijk beter. Ambachtsheer en Ezra laten niet na dit te benadrukken.

Voor deze governance discussie is het goed het beeld van wat ik noem, het 'klassieke' (kleine fondsen, consultant) model naast die van het 'fiduciaire' model te leggen².



In het klassieke model heeft een pensioenfonds een ALM-consultant, investment consultant en een aantal specialistische managers. De ALM-consultant adviseert beleid, de investment consultant adviseert inzake de structuur van beleggingen en adviseert ten aanzien van de selectie van

2 Het model is bewust zo eenvoudig mogelijk gehouden.

managers. Het pensioenfonds zelf zorgt voor de daadwerkelijke implementatie en vervult de integrator rol. In het fiduciaire model worden al de bovengenoemde taken uitgevoerd door de fiduciaire manager (zowel advies als implementatie).

Bij het overgaan naar een fiduciair management invulling vallen de voorheen duidelijke, gescheiden rollen en verantwoordelijkheden allemaal binnen de fiduciaire taak. Door dit niet te adresseren kan de governance van het geheel zelfs verslechteren.

Ook een situatie waarin een fiduciaire manager wordt aangesteld, maar de beslissingen omtrent bijvoorbeeld het inhuren van (operationele fiduciaire) managers wordt gedaan door (een geleding van) het bestuur hoeft de verandering vanuit een klassieke aanpak niet te verbeteren.

De overschakeling van het klassieke model (consultants, het pensioenfonds zelf de integrerende rol) naar fiduciair management heeft tot gevolg dat de informatie asymmetrie tussen het pensioenfonds en haar leveranciers (die er altijd is) meer gebundeld wordt waar die voorheen meer gespreid was. Het lijkt aan te bevelen om hier als bestuur maatregelen in te nemen. Dit zou via een sterke beleggingscommissie, of het inhuren van consultant kunnen gebeuren. Ook hier geldt dat nagedacht moet worden over de goede rollen. Het is niet verstandig een governance model te ontwerpen waarin de verschillende spelers elkaar gegijzeld kunnen houden of die een rolverwarring met zich mee brengt. Een voorbeeld: Als de (externe of interne) beleggingscommissie, die 6 keer per jaar bij elkaar komt, alle beleggingsbeslissingen wil nemen (zoals aanstellen van managers, het doen van tactische allocatie) dan is het een grote vraag of dit aansluit bij fiduciair management.

Als fiduciair management algemeen wordt gezien als een vorm van uitbesteding van velerlei taken dan kunnen een aantal aan uitbesteding gerelateerde vragen worden gesteld:

- Is het een kerntaak? Of geeft het ons meer ruimte om onze kerntaken te vervullen?
- Is er genoeg kennis in huis over datgene dat wij uitbesteden?
- Zijn voldoende maatregelen getroffen om de uitbesteding te monitoren en te beoordelen?
- Wat zijn de kosten/baten?

Het zal in een aantal gevallen de vraag zijn of het pensioenfonds voldoende kennis in huis heeft betreffende de uitbestede taken; juist omdat

één van de redenen voor uitbesteding aan een fiduciaire manager het ontbreken van de kennis kan zijn. Dit is een potentieel risico bij vele uitbestedingstrajecten dat onderkend mag (of moet?) worden gezien de trend naar fiduciair management.

Bij het inhuren van een fiduciaire manager is het dus zaak om de governance te adresseren. Het is te eenvoudig gedacht om alle leveranciers (asset managers, consultants) te vervangen door één partij, zonder na te denken over de 'checks and balances' in deze nieuwe situatie. Daartoe zal het bestuur van een pensioenfonds op een of andere manier de monitorende rol inzake de fiduciaire manager moeten regelen om uiteindelijk een oordeel te kunnen vormen over de kwaliteit van de dienstverlening.

3.2 Worden principal-agent problemen voldoende geadresseerd in fiduciair management?

Vooraleerst wordt stilgestaan bij de principal-agent kwesties in het klassieke (consultant) model versus het fiduciaire model. Daarna ga ik dieper in op de principal-agent kwesties in het fiduciaire model zelf.

Klassiek versus fiduciair

Een investmentconsultant wordt een vast bedrag betaald per managersearch. Dit geeft aanleiding tot een aantal principal-agent problemen. Allereerst is het financiële belang van de investment consultant om veel searches te doen. Dit kan betekenen dat de investment consultant het pensioenfonds probeert te overtuigen dat er iets moet gebeuren, terwijl dat niet in het belang van het pensioenfonds hoeft te zijn. Ten tweede wordt de investment consultant niet afgerekend op de toekomstige prestaties van de manager die hij selecteert. Dit zou kunnen betekenen dat investment consultants vooral managers aanbevelen die aanvaardbaar zijn voor het pensioenfonds. Dit kan leiden tot een 'bias' richting bijvoorbeeld goede historische trackrecords en bekende namen (merken). Daar kan tegenin worden gebracht dat consultants een reputatie te verliezen hebben als ze 'slechte' managers bij pensioenfondsen zouden aanbevelen.

Fiduciair management geeft wellicht een betere gelijkschakeling van belangen met het pensioenfonds dan investment consultants. De fiduciaire manager krijgt vaak een vaste basis vergoeding (uitgedrukt als een percentage van het vermogen) voor alle dienstverlening. Daarnaast zal

een fiduciaire manager typisch ook worden beloond op basis van prestaties gemeten versus een bepaalde benchmark. Als hier sprake is van een principal-agent probleem dan is het hier omgekeerd aan die bij investment consultants (en van een andere orde). De fiduciair zal zich zo veel mogelijk inspannen om zijn kosten zo laag mogelijk te houden. Er is geen belang om vaak een managersearch te doen, anders dan dat er verwacht kan worden dat een beter rendement behaald kan worden met andere managers. Hierbij worden de kosten van eventuele transities ook in beschouwing genomen, immers deze zullen de toegevoegde waarde van de fiduciaire manager raken. Overigens wordt meestal gewerkt met afspraken over de minimaal te verlenen diensten zodat een deel van het principal-agent probleem wordt weggenomen.

De ALM-consultant in het klassieke model zal het in principe niets uitmaken hoe de benutting van het risicobudget en de implementatie met managers, aanbevolen door de investment consultant, plaatsvindt. Het risico dat hierin sluipt, is dat de afstemming tussen beleid en uitvoering te weinig aandacht krijgt, waardoor er mismatches ontstaan tussen het afgesproken beleid en de uitvoering. In beginsel is de uitvoeringsorganisatie hiervoor verantwoordelijk, maar deze werkt hier dus samen met twee partijen die niet dezelfde belangen hebben.

De rol van benchmarks

In het fiduciaire model wordt bovenstaande koppeling rechtstreeks gelegd, ook al wordt dit niet altijd even goed gestructureerd. Vergoedingen en aansturing worden nog weinig gebaseerd op de doelstellingen van het pensioenfonds (verplichtingen, de dekkingsgraad of het surplus). Meestal wordt wel uitgegaan van een ALM-studie, maar wordt deze vertaald in een voorgeschreven beleggingsmix met bijbehorende benchmarks. Dit leidt er toe dat de fiduciaire manager mogelijk niet in het belang van het fonds handelt, maar wel een outperformance realiseert ten opzichte van het door het pensioenfonds meegegeven benchmark. Een klassiek voorbeeld is de aandelen crash in 2001/02. Word je als manager gemeten tegen een beleggingsbenchmark en je presteert 2% beter, dan heb je volgens die maatstaf goed gedaan. Tegelijkertijd is het bestuur van het pensioenfonds ongelukkig omdat de dekkingsgraad van het pensioenfonds enorm is gedaald en de zekerheid van een goede geïndexeerde uitkering voor haar deelnemers in gevaar is gekomen. Het is duidelijk dat hiermee de belangen niet gelijk zijn geschakeld. Er zijn

alternatieven voorhanden. Bijvoorbeeld kan een mandaat worden afgesproken waarbij het risico versus verplichtingen leidend is (risicobudget) en waarbij de benchmark wordt gedefinieerd als een risicopremie die boven het rendement van de verplichtingen moet worden verdiend. In de praktijk schrikken veel pensioenfondsbesturen nog terug van een dergelijke aanpak. Dit heeft enerzijds te maken met wellicht een gebrek aan kennis en ervaring met dit soort type benchmarks. Anderzijds kan dit te maken hebben met de angst voor het verlaten van het 'veilige' kuddegedrag.

Performance fee = gelijkschakeling van belangen?

Uit het voorgaande voorbeeld zou mogen blijken dat de praktische opvatting dat performance fee voor de fiduciaire manager gebruikt kan worden om een grotere mate van gelijkschakeling van belangen te creëren met het pensioenfonds niet simpelweg waar is. Hieraan kan worden toegevoegd dat het goed formuleren van een performance fee in de praktijk lastig blijkt. Performance fee kan zomaar uitmonden in een te dure call optie die het pensioenfonds heeft geschreven. Een eenvoudig voorbeeld is een manager die jaarlijks wordt betaald op de performance boven een benchmark. Bij een performance onder de benchmark krijgt hij niets. Door nu het risico van zijn portefeuille versus de benchmark te verhogen wordt de waarde van de eenjarige performancefee hoger. Het risico ligt echter volledig bij het pensioenfonds die de manager heeft ingehuurd.

Hoe een fiduciaire manager dient te worden beloond is nog relatief weinig onderzocht. Sharpe [1981] beschrijft als een van de eersten de uitdagingen die uitbesteding van vermogensbeheer naar meer dan één asset manager inhouden. De doelstelling van het pensioenfonds is niet gelijk aan die van de ingehuurde managers en dat geeft een principal-agent (P-A) probleem. Welke doelstelling moet het pensioenfonds de managers meegeven om de totale doelstelling van het pensioenfonds zo goed mogelijk na te volgen? Bij het inhuren van een fiduciaire manager wordt het probleem niet eenvoudiger. De principal huurt een agent in, die agenten inhuurt. Dit zou benoemd kunnen worden als het principal-agent-agents (P-A-Aⁿ) probleem. De vraag is hoe het compensatie contract voor de fiduciaire manager en de andere managers (agents) er uit moet gaan zien in zo'n P-A-Aⁿ model. Opgemerkt mag worden dat het eenvoudige principal-agent probleem waarbij het pensioenfonds 1

manager inhuurt ook slechts onder zeer vereenvoudigende aannames oplosbaar is (Stracca [2006]). Ik denk dat hier stappen zijn te maken die leiden tot een betere adressering van de agency vraagstukken.

De rol van eigen producten

Specifieke belangenconflicten kunnen ook ontstaan doordat de fiduciaire manager producten of diensten probeert te verkopen aan het pensioenfonds anders dan haar puur fiduciaire dienstverlening. Voorbeelden hiervan zijn het gebruik van eigen beleggingsproducten of het gebruik van de eigen transitie management dienst (die vaak zijn ondergebracht bij andere bedrijfsonderdelen). Het pensioenfonds moet uiteindelijk beoordelen of deze aanbieder zijn product of dienst naar voren schuift omdat dit het beste alternatief is of omdat hij het ziet als een gemakkelijke manier om meer vermogen onder beheer en meer vergoedingen te verkrijgen. Bij deze afwegingen spelen de kosten ook een rol: vaak kunnen interne producten goedkoper worden aangeboden. Het verbieden om interne producten of diensten op te nemen lijkt hier een 'cleane' oplossing. Maar het kind kan met het badwater worden weggegooid. Het fonds kan zichzelf tekort doen doordat goede producten/diensten niet opgenomen kunnen worden of doordat de kosten hiervan veel hoger uitvallen. Belangrijk is dat dit onderwerp wordt geadresseerd in het contract tussen het fonds en de fiduciaire manager. Het moet helder zijn voor het fonds wat eigen producten/diensten betekenen voor de fiduciaire manager. De fiduciaire manager moet het in beginsel niet uitmaken om interne of externe producten/diensten te gebruiken, maar puur gericht zijn op de hoogste toegevoegde waarde. Vaak staan beleggingsproducten wel op het netvlies van het pensioenfonds bij deze afweging, maar beleggingsdiensten minder (denk hier bijvoorbeeld aan transitie management).

4. DE TOEGEVOEGDE WAARDE VAN FIDUCIAIR MANAGEMENT

4.1 Fiduciair management is goed voor de fiduciaire manager

Fiduciair management lijkt een groot succes te worden: De vraag lijkt niet of, maar hoe lang het duurt voordat elk pensioenfonds een fiduciaire manager heeft. De eerder aangegeven snelle groei van het aantal aanbidders van fiduciair management lijkt er op te duiden dat het een commercieel aantrekkelijk concept is.

De winstgevendheid van fiduciair management blijkt overigens niet zozeer uit de jaarlijkse vaste vergoeding (base fee) van fiduciaire managers die heel laag kunnen zijn³. Vaak zit de winstgevendheid in het meeleveren van eigen producten, een performance fee en andere aan het fiduciaire mandaat gekoppelde diensten.

Naast overwegingen van pure winstgevendheid van het fiduciaire concept zelf kunnen de verschillende achtergronden van fiduciaire managers meespelen. Er zijn pensioenfondsen die hun uitvoeringsorganisatie hebben verzelfstandigd. Deze organisatie kan door het leveren van fiduciaire diensten aan andere partijen een bredere financiële basis scheppen voor haar bestaan en de sprong maken naar een volledig commercieel bedrijf. Aan de andere kant van het spectrum zijn er banken/investment managers die deze business als interessant inschatten. Voor investment managers levert het een bron van inkomsten op die anders correleert met de marktbevingen dan hun specifieke beleggingsproducten en mogelijk speelt de inschatting dat fiduciaire relaties bestendiger zullen zijn dan beleggingsproduct relaties. Er is ook een trend waarneembaar dat (grotere) consultant bedrijven zich als fiduciair manager willen aanbieden. Hierbij speelt de wens om van een uurtjesfactuurtje fee naar een procentuele fee van het vermogen onder beheer te groeien.

3 Deze worden uitgedrukt in basispunten (1 basispunt = 0,01%) van het vermogen onder beheer.

4.2 Fiduciair management is goed voor het pensioenfonds?

Hieronder worden een aantal mogelijke voordelen voor het pensioenfonds dat zich laat bedienen door een fiduciaire manager op een rijtje gezet.

- Door uitbesteding van de operationele taken en de integratorrol wordt meer focus gecreëerd op de belangrijke taken voor het pensioenfonds; meer beleid en minder operatie.
- De fiduciaire manager neemt (contractueel) meer risico's op zich dan andere vormen van vermogensbeheer.
- Door grotere kennis van de beleggingsmogelijkheden zijn meer verschillende beleggingen bereikbaar. Hiermee nemen diversificatiemogelijkheden toe, wat kan leiden tot een beter risico rendementsprofiel.
- De grotere capaciteit en expertise van de fiduciaire manager is meer geschikt voor het omgaan met de complexiteit van het beleggen voor een pensioenfonds. Een voorbeeld is het doordenken van consequenties van het FTK (Financieel ToetsingsKader) voor een pensioenfonds.
- De grotere capaciteit van de fiduciaire manager geeft eveneens meer mogelijkheden om de 24/7 beleggingswereld te bespelen en dynamisch om te gaan met beleggingen.
- Het totale beleggingsproces van het pensioenfonds zou verbeterd kunnen worden. Met name de snelheid van het inspelen op veranderingen in markten kan hoger zijn, vanwege meer mensen en continue aandacht.
- Van heel andere orde is het aspect van de schaarsheid van talent. De fiduciaire managers zouden beter in staat moeten zijn om mensen aan zich te binden doordat ze meer financiële armslag hebben.
- Fiduciaire managers kunnen zich professionele systemen veroorloven die het hele beleggingsproces ondersteunen. Hierbij kan worden gedacht aan risicomangement, kredietrisicomangement, financiële informatiemanagement etc.
- De fiduciaire manager kan toegang verschaffen tot managers die anders niet bereikbaar zijn.
- De fiduciaire manager kan schaalvoordelen voor de pensioenfondsen organiseren. Hierdoor kunnen inkoopkosten van diensten en beleggingsproducten afnemen. Overigens moet een fiduciaire manager ook worden betaald; dit kan de totale kosten verhogen.

- Er is meer expertise en capaciteit beschikbaar voor selectie en monitoren van vermogensbeheerders. Hierdoor mag verwacht worden dat de fiduciaire manager waarde kan toevoegen voor het pensioenfonds.
- Er is meer aandacht voor alle aspecten van beleggingsproces. Veel rendement gaat in de praktijk verloren aan veranderingen van de beleggingen, de zogenaamde transities. Het niet-professioneel aanpakken van transities kan substantiële kosten met zich meebrengen die op fondsniveau duidelijk zichtbaar zijn. Fiduciare managers kunnen ervaren zijn in het doen dan wel aansturen van transities, waarbij zowel kosten worden geminimaliseerd als risico's worden gemanaged.
- Door het aantrekken van een fiduciaire manager wordt direct de ervaring van andere pensioenfondsen bij deze fiduciaire manager benut.

De bovengenoemde voordelen variëren in 'hardheid'. Het feit dat een fiduciaire manager meer operationele risico's op zich neemt valt te verifiëren, en is dus 'hard' te maken. Ook het voordeel van inkoopkosten valt in dezelfde categorie. Veel van de andere genoemde voordelen zijn duidelijk minder 'hard' en berusten vooral op de aan schaalgrootte (fiduciair manager versus het pensioenfonds) toegeschreven voordelen. Kwantiteit (schaalgrootte) is echter niet automatisch een pseudoniem voor kwaliteit. Uit de behaviour finance weten we bijvoorbeeld dat meer informatie vaak niet leidt tot betere beslissingen, maar wel leidt tot meer (misplaatst) vertrouwen in de beslissingen (Montier [2008]). Overigens weet ik uit mijn ervaring bij⁴ en met verschillende fiduciaire managers dat er wel degelijk sprake is van expertise voordelen.

Een aantal van de hierboven genoemde voordelen zijn natuurlijk niet voorbehouden aan fiduciaire managers. Consultants kunnen pensioenfondsen ondersteunen om de grotere complexiteit aan te kunnen. Wat het klassieke model in het bijzonder niet accommodeert (en kan) is het overnemen van de operationele integratorrol ten behoeve van het pensioenfonds op een continue basis. Deze rol wordt in het klassieke model nog steeds uitgevoerd door de eigen uitvoeringsorganisatie van het pensioenfonds. Hierin komt de scheidslijn tussen adviseur en fiduciair manager aan de orde; waar neem je verantwoordelijkheid voor en waar houdt dit op. De fiduciaire manager neemt duidelijk (meer) operatio-

4 Auteur stond bij Mn Services mede aan de wieg van (commercieel)fiduciair management en werkt nu als fiduciair manager bij Kempen Capital Management.

nele verantwoordelijkheid en kan vanuit de bijbehorende bevoegdheden mogelijk effectiever optreden namens het pensioenfonds. Door de grotere capaciteit en professionaliteit van de fiduciaire manager is deze mogelijk beter in staat dan de eigen uitvoeringsorganisatie van het pensioenfonds de praktische (en kostbare) implementatieaspecten goed te besturen en te integreren. Daarnaast kan in het klassieke model minder worden geprofiteerd van schaalvoordelen.

4.3 Verbeterd fiduciair management de performance van het pensioenfonds?

Naast mogelijke kwalitatieve voordelen is het voor het pensioenfonds van belang om, op termijn, betere resultaten (na kosten) te behalen. De vraag is nu of fiduciaire managers in staat zijn om deze betere resultaten daadwerkelijk te realiseren. Het antwoord op deze vraag is niet zo gemakkelijk. Er is bijvoorbeeld geen database ter beschikking die duidelijk onderscheid maakt tussen fiduciaire managers en anders gemanagede fondsen en die observaties over een lange horizon hebben. Toch wordt hier een poging gewaagd om een idee te geven.

Performance meten is lastig

Het eindrapport van het project 'De nieuwe z-score' [2005] deed een poging om te komen tot een lange termijn meting gebaseerd op de verplichtingen en maakte daar een paar observaties bij:

1. De toetsing van (lange termijn) beleid is extreem lastig. Neem als voorbeeld de voorkomende extreme positieve of negatieve rendementen van aandelen. Eén (jaar)uitslag kan het rendement voor jaren naar beneden of naar boven toe beïnvloeden. Dit betekent niet meteen dat het beleid slecht of goed is. Anders verwoord: beleid zou gericht moeten zijn op het verstandig omgaan met vele mogelijke toekomstten terwijl er slechts een toekomst realiteit wordt. Moet je nu op deze ene realiteit het beleid afrekenen.
2. Bij een toets zul je een bepaalde horizon moeten kiezen. De afweging van de lengte van deze horizon is lastig. Dit is overigens al zo voor de uitvoeringstoets voor bedrijfstakpensioenfondsen (z-score, 5 jaar horizon); voor een beleidstoets geldt dit in het kwadraat. Vanuit het beleidsdenken, dat immers op lange termijn gericht zou moeten zijn, zou dit een lange termijn moeten zijn met meerdere business cycli. Vanuit de behoefte van deelnemers (stakeholders) geredeneerd zou

juist een kortere termijn te prefereren zijn; wat kun je anders met de informatie die je krijgt.

3. Stevige discussie is te voeren over het wel of niet meenemen van de indexatie ambitie bij het meten van de beleidsprestatie van pensioenfondsen. Er kunnen mogelijke spanningen bestaan met het FTK die op een andere manier zou kunnen omgaan met indexatieambitie dan wat wenselijk zou zijn vanuit een objectieve meting en toetsing.
4. Een goede methode zou rekening houden met de bandbreedtes (denk hierbij aan invloed besturen, risicohouding en dergelijke) waarbinnen een manager moet opereren om zodoende een redelijk beeld te krijgen over de toegevoegde waarde.

Metingen zoals die nu verricht worden door bijvoorbeeld The WM Company bieden, volgens de bovenstaande opmerkingen, niet de informatie die nodig is om te komen tot de juiste beoordeling van het beleid en de uitvoering van pensioenfondsen en/of fiduciaire managers.

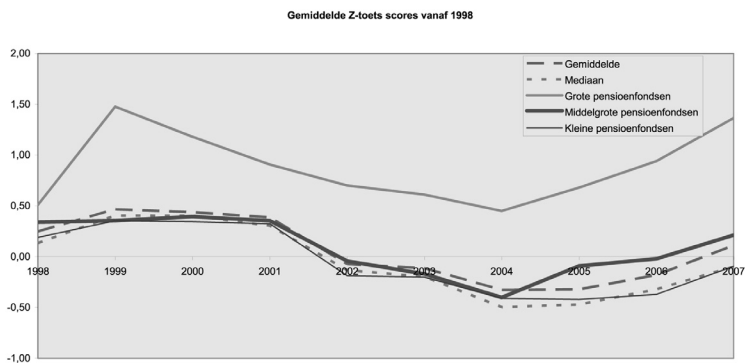
Grote fondsen als proxy voor fiduciair management?

Fiduciair management wordt vaak in verband gebracht met kleinere pensioenfondsen. Van Nunen zegt bijvoorbeeld: 'De kennis en kunde op beleggingsgebied van de vele kleine pensioenfondsen is vaak verbazingwekkend beperkt.' Ambachtsheer/Ezra geven aan dat kleine pensioenfondsen (in hun 1998 ogen kleiner dan 400 miljoen \$) voor een probleem staan. Zij zouden niet in staat zijn om tegen aanvaardbare kosten een volledig toegeruste intern gemanagede fiduciaire capaciteit te onderhouden. Dit leidt vaak tot wat Ambachtsheer/Ezra noemen 'partimeism': proberen hetzelfde te doen als grote fondsen met (veel) minder management capaciteit. Een voorbeeld dat zij geven is dat bestuur zich gaat bemoeien met het aanstellen van managers, terwijl zij niet toegerust zijn om dit soort beslissingen te nemen. In Ambachtsheer et al. [1998] wordt duidelijk dat omvang van het pensioenfonds een positieve rol speelt in de toegevoegde waarde. Hierin worden regressieanalyses gedaan met verschillende verklarende variabelen. De factor 'size' geeft onder alle omstandigheden een positieve toegevoegde waarde, statistisch significant, aan de RANVA (Risk Adjusted Net Value Added).

Deze resultaten worden bevestigd voor de Nederlandse situatie. De resultaten van het WM Universum en de onderzoeken naar de z-score laten aan duidelijkheid niets te wensen over.

Het WM Universum laat al jaren een hoger rendement zien bij de grote fondsen. Het totale portefeuille rendement van fondsen groter dan 2,5 miljard ligt op een vijf-jaars horizon meer dan 1% punt boven die van fondsen kleiner dan 250 miljoen. De redenen die hiervoor worden genoemd zijn naast schaalvoordelen, meer specialisatie (lees: meer alternatieve investeringen) ook het internationaal beleggen en het valuatbeleid (afdekking).

Van de specifieke meting van relatief rendement gecorrigeerd voor risico bij de bedrijfstakpensioenfondsen, de z-score, is ook bekend dat kleine en middelgrote fondsen hier beduidend minder op scoren.



Bron: Molenkamp/Zweekhorst [2004], aangevuld voor 2005 t/m 2007.

In de grafiek worden voor verschillende groepen de z-toets scores van vanaf het begin van de regeling in 1998 weergegeven. In totaal worden ruim 60 bedrijfstakpensioenfondsen gemeten. Er blijkt een groot gat in relatief rendement te bestaan tussen grote fondsen (groter dan 5 miljard euro) en de overige fondsen. Een kleine pro forma berekening leert dat een groot pensioenfonds dat 50% in vastrentende waarde en 50% in zakelijke waarden belegt gemiddeld 0,7% meer rendement haalt per jaar dan een middelgroot fonds met dezelfde mix. Overigens kunnen ter verklaring een deel van de zelfde argumenten gelden als bij de WM Universum rendementen. Bijvoorbeeld voor alternatieve beleggingen bestaan niet altijd goede benchmarks en dus worden ze vergeleken met

aandelen of obligatie benchmarks. Hierdoor zou alternatieve beleggingen een positief relatief rendement kunnen veroorzaken.

Als grote pensioenfondsen een proxy kunnen zijn voor fiduciair management, dan zouden deze resultaten voorspellen dat fiduciair beheer extra rendement gaat brengen voor de kleinere pensioenfondsen. Hier is echter meteen een waarschuwing op zijn plaats. In al deze hiervoor genoemde analyses worden geen correcties doorgevoerd ten aanzien van de feitelijke beheersituatie: fiduciair, balanced beheerder, eigen beheer etc.. Het is echter een feit dat er wel degelijk kleinere fondsen bij grotere beheerders zijn ondergebracht (hiermee vele argumenten, waaronder het schaalvoordeel argument onderuithalend). De extra kosten van een fiduciair management oplossing versus de kosten van de grote fondsen wordt hierin ook niet meegerekend (mogelijk niet alle schaalvoordelen zullen naar de klanten van fiduciair management vloeien). Ook worden er geen correcties gemaakt voor verplichtingen en eventuele andere factoren die op verschillende wijzen invloed kunnen hebben op de resultaten. Resumerend, er zijn indicaties dat kleinere fondsen minder rendement halen dan grotere fondsen. Indien het te behalen rendement van fiduciair management afgeleid mag worden van de resultaten van de grotere pensioenfondsen (meer diversificatie, schaalvoordelen, beter risicomanagement), dan zou er een behoorlijke verbetering mogelijk kunnen zijn.

5. GEMEENPLAATSEN EN FIDUCIAIR MANAGEMENT

Big is beautiful?

Eerder in deze paper zijn mogelijke schaalvoordelen van fiduciaire managers versus pensioenfondsen sec naar voren gebracht. Een andere vraag is die naar schaalvoordelen tussen fiduciaire managers: is groter automatisch beter? Er is een tendens waarneembaar, waarbij grote en/of buitenlandse fiduciair managers automatisch geassocieerd worden met de kwalificatie 'goed' of 'beter'. Dit is overigens niet specifiek voor de financiële sector. Dit heeft te maken met de bestaande informatie asymmetrie waardoor zaken als merknaam belangrijk zijn. Het heeft eveneens te maken met het verantwoordingsproces (en de frequentie daarvan), waarbij managers, bestuursleden hun risico willen minimaliseren. Je wordt niet ontslagen omdat je een grote, gerenommeerde (internationale) naam hebt aangesteld, die ook vele van je collega's hebben aangesteld. Over de performance van het mandaat zegt dit echter weinig. Uit de literatuur betreffende de gespecialiseerde managers is niet bepaald bekend dat grotere managers een bovengemiddelde performance halen. Bijvoorbeeld in Bogle [2005] wordt dit duidelijk geïllustreerd voor beleggingsfondsen in de Verenigde Staten. Managers met minder fondsen (meer focus) en meer eigenaarschap van hun bedrijf (meer gelijkschakeling van belangen) presteren beter. Het mag duidelijk zijn dat er naast mogelijke schaalvoordelen ook zeker schaalnadelen bestaan.

Is selectie van fiduciaire manager eenvoudig?

Het zoeken naar een goede specialistische manager blijkt in de praktijk een zeer lastige taak. Vaak kun je een bias naar historische track records zien in de selectie en achteraf blijkt meestal dat dit niets zegt over de toekomstige rendementen (waar hebben we dit vaker gehoord?). Het selectietraject van een fiduciaire manager is zo mogelijk nog lastiger. Allereerst is het voor pensioenfondsen van 'niet geheel duidelijk' tot 'helemaal onduidelijk' wat precies wordt verstaan onder fiduciair management. Dit blijkt uit een enquête in de NPN [2007]. Daarnaast zal, omdat fiduciair management zo veelomvattend is, het onderzoek ook

veel meer zaken moeten vergelijken, om daarna een complexe afweging te maken. Het vaststellen of dit uiteindelijk een grotere kans van slagen heeft dan het selecteren van een specialistische manager is zo goed als onmogelijk. Zoals al eerder is aangegeven is de toegevoegde waarde (in extra rendement) van een fiduciaire manager ook al niet zo gemakkelijk vast te stellen. Een voorbeeld: het feit dat de fiduciaire manager geen waarde toevoegt met het selecteren van managers maakt hem nog niet tot een slechte fiduciaire manager. Het selecteren van managers is slechts één van de activiteiten; wellicht heeft de fiduciaire manager gezorgd voor de aanwezigheid in de juiste beleggingscategorieën.

Wat ook helder mag zijn is dat het traject om fiduciair management in te regelen complex is en tijd vraagt. Dit omdat de rolverdeling uitgebreid besproken dient te worden en omdat er meerdere schakels vervangen zullen worden.

Gezien de bovengenoemde punten mag het niet verwonderlijk zijn dat een aantal consultants zich specifiek op de selectie en monitoring van fiduciaire managers heeft toegelegd.

Wordt alles met fiduciair management beter?

Ik haal hier van Nunen aan, die zegt: 'fiduciair management is geen gouden graal, maar slechts een beter besturingsmodel dan dat bij de meeste kleine en middelgrote institutionele beleggers wordt gehanteerd'. Zoals bij alle ontwikkelingen is het geloof in vooruitgang groot. Gezien de hoeveelheid partijen die zich nu als fiduciair afficheren is het wachten op het eerste 'fiduciaire ongeluk' analoog aan bijvoorbeeld de 'ongelukken' met balanced management.

Al eerder aangegeven is dat het meten van resultaten moeilijk is. Dit zou kunnen impliceren dat niet de fiduciaire manager overleeft die de meest toegevoegde waarde voor haar opdrachtgever realiseert, maar die fiduciaire manager die het concept als beste in de markt weet te verkopen. Gegeven de grotere rol die de fiduciaire manager vervult voor het pensioenfonds zal ook de wijze waarop de fiduciaire manager die rol vervult (los van toegevoegde waarde) meespelen bij de perceptie van de kwaliteit van dienstverlening.

Is fiduciair management duur?

Kosten zijn een grote bron van verwarring bij de vergelijking van de verschillende modellen (klassiek vs. fiduciair), maar ook bij de vergelijking

van fiduciaire managers onderling. Door grote onzekerheid over de in de toekomst te behalen resultaten worden deze vaak buiten beschouwing gelaten (wellicht mede op basis van ervaringen uit het verleden) en wordt gefocust op de 'gemakkelijk' waarneembare kosten zoals de fiduciaire fee en de waarneembare kosten van de ingehuurde managers. Dit betekent dat vooral kosten als opportuiniteitskosten en transitiekosten niet worden meegenomen. Eveneens worden kosten die verscholen zijn in gelaagde structuren vaak niet helder gemaakt. Mogelijke performance gerelateerde vergoedingen in de verschillende lagen kunnen ook nog het beeld vertroebelen. Kostenvergelijkingen zijn daarnaast moeilijk vanwege de onderling niet (eenduidig) vergelijkbare uitvoeringsmodellen en mate van dienstverlening. Een voorbeeld is: intern passief beheren versus extern actief beheren.

Kan een klein pensioenfonds nog zonder fiduciair management?

Er zijn nog steeds organisaties met medewerkers die een grote mate van expertise hebben. Doordat ze 'lean & mean' zijn kunnen ze ook goede resultaten halen. Onderschat ook niet het delen van informatie in bijvoorbeeld pensioenkringen. Fondsen die deel uit maken van pensioenkringen en veel spreken met andere fondsen kunnen veel informatie vergaren omtrent deeloplossingen (managers, nieuwe strategieën, productprijzen etc.). Wat moeilijker te delen is, is het totale risicoprofiel (verplichtingen en beleggingen) met de specifieke beperkingen van het pensioenfonds. Daar moeten andere oplossingen voor komen. Feitelijk zijn pensioenfondsen niet-commerciële instellingen die zoveel mogelijk zouden moeten samenwerken. Het uitbesteden aan fiduciaire managers is hier eigenlijk een tegengestelde beweging op; fiduciaire managers zijn met elkaar in concurrentie.

Is fiduciair management een goed export artikel voor Nederland?

Afgelopen tijd is er in de media een discussie gevoerd over de pensioenfondssector als speerpunt in Nederland. Fiduciair management kwam daarbij aan de orde als mogelijk exportartikel. Dit is interessant nu ook in het buitenland er tekenen waarneembaar zijn die wijzen op een omarming van het concept. Toch is het een illusie om te denken dat fiduciair management een exportartikel wordt. Het feit is dat er veel buitenlandse, internationale, grote partijen zijn die dit in Nederland aanbieden. Deze zijn beter gepositioneerd om in het buitenland

de landspecifieke knowhow aan te koppelen dan specifiek Nederlandse bedrijven. Eveneens is aangegeven dat fiduciair management met name, bewijsbaar, een commercieel succes is; dit betekent dat de crux voor succes schuilt in de marketing en niet in de 'productie'. De voorsprong die Nederland zou kunnen hebben ligt vooral op het culturele vlak: het denken en handelen vanuit het belang van het pensioenfonds in plaats van de aanbieder en de langjarige ervaring daarmee. Het voorgaande sluit natuurlijk niet uit dat er (individuele) Nederlandse bedrijven in slagen om zich een positie te verwerven op de buitenlandse markt. Ik denk dat dit vooral kans van slagen heeft indien een alliantie wordt aangegaan met (lokale) partijen die de lokale kennis kunnen koppelen aan het fiduciaire concept.

6. CONCLUSIES

Fiduciair Management is een integrerend uitbestedingsconcept. Een betere term zou eigenlijk zijn een 'managing fiduciair', naar Ambachtsheer en Ezra. Fiduciair management in de praktijk kan worden opgevat als verder gaand dan in andere separate uitbestedingstrajecten, zoals het inhuren van specialistische assetmanagers.

Fiduciair management kan potentieel waarde toevoegen voor kleinere en middelgrote pensioenfondsen door onder meer i) meer kennis/ervaring met het probleemgebied, ii) inkoopkracht iii) specifieke kennis op terreinen van ALM, risk management, managerselectie, operationele beheers-elementen (transitiemanagement, kostenminimalisatie, etc).

Fiduciair management is duidelijk een commercieel succes gezien de snelle groei van het aantal aanbieders. Er zijn een aantal kwalitatieve argumenten aan te voeren waarom het van toegevoegde waarde kan zijn voor een pensioenfonds die nog werkt in een meer 'klassiek' model met consultants en specialistische managers. Te wijzen valt dan met name op de kwaliteitsverbetering in het beleggingsproces als geheel. Of dit ook leidt tot hogere rendementen voor het pensioenfonds is zeer moeilijk te bepalen.

Door onduidelijke definitie (dan wel perceptie) van fiduciair management in de praktijk en onkunde bij beslissers kan er veel fout gaan. Niet voor niets leggen Ambachtsheer/Ezra en ook Van Nunen nadruk op de invulling van de rol van de fiduciaire manager.

Gelijkschakeling van belangen van een fiduciaire manager en een pensioenfonds wordt gemakkelijk gezegd, maar hier is niet zonder meer sprake van. De principal-agent problematiek is nog niet uitgekristalliseerd. Ook qua governance hoeft de invulling met een fiduciaire manager niet op voorhand een versterking te zijn.

Fiduciair management kan een versterking vormen voor het Nederlandse pensioenfondsstelsel door het beschikbaar maken van expertise voor de kleinere en middelgrote pensioenfondsen. Dit is een van de wegen waarop kan worden voorkomen dat pensioentoezeggingen simpelweg omgezet worden naar meer nominale toezeggingen (bijv. verzekeraars) of zelfs naar defined contribution toezeggingen waar de risico's volledig bij de deelnemers worden gelegd.

Vele 'mitsen' en 'maren' in zake fiduciair management zijn hier aan bod gekomen. Toch is en heeft fiduciair management de toekomst. Het is een logische stap in de ontwikkeling en de professionalisering van de pensioenfondsindustrie. Waar het dus om gaat is het adresseren van de zwakkere kanten (governance, principal-agent vraagstukken) om het tot een succes te maken voor pensioenfondsen en fiduciaire managers.

6.1 Wat zou er moeten gebeuren?

Op basis van de observaties in deze paper zie ik de volgende onderzoek- en actiepunten:

- Uit enquêtes blijkt dat er veel vragen zijn en onduidelijkheid is over fiduciair management. Inkadering en labeling van fiduciaire diensten die onderdeel uitmaken van een fiduciair management opdracht zou het helderder maken voor pensioenfondsen waaruit ze kunnen kiezen. Hierdoor kunnen de verschillende aanbieders zich ook beter onderscheiden.
- Nader onderzoek naar de principal/agent relatie tussen het pensioenfonds, de fiduciaire manager en de specialistische managers.
- Nader onderzoek naar 'best practice' governance structuren voor pensioenfondsen met fiduciaire managers.
- Opstellen van een aantal principes waar fiduciair managers aan moeten voldoen ter bevordering van transparantie kan praktisch helpen om de vorige punten te adresseren.
- Onderzoek naar het vergelijkbaar maken van lange termijn pensioenfondsresultaten voor fiduciaire en andere modellen. Dit zal een behoorlijk data-intensief onderzoek worden. De specifieke beperkingen die een bestuur van het pensioenfonds meegeeft aan de beheerder dienen te worden meegenomen. De uiteindelijke vergelijking vindt plaats op het effectief en efficiënt gebruik van risicobudget binnen de gestelde kaders.

LITERATUURLIJST

- Keith Ambachtsheer, *Pension Revolution; A solution to the pension crisis*, John Wiley & Sons, 2007.
- Keith Ambachtsheer, Don Ezra, *Pension fund excellence; Creating value for stakeholders*, John Wiley & Sons, 1998.
- Keith Ambachtsheer, Ronald Capelle, Tom Scheibelhut, 'Improving pension fund performance', *Financial Analysts Journal*, Nov/dec 1998, pp.15-21.
- Guus Boender, Fiduciary management: background and challenges by an ALM consultant, Seminar JP Morgan, 8 september 2006.
- John C. Bogle, 'The Relentless Rules of Humble Arithmetic', *Financial Analysts Journal Reflections*, 2005.
- Bureau Bosch, Perspublicatie 28 maart 2008.
- Elton, E.J., M.J. Gruber, 'Optimum centralized portfolio construction with decentralized portfolio management', *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39, pp. 481-494.
- Empirical Research Partners, 'The future of the money management industry', January 3, 2008.
- Foundation for fiduciary studies, *Prudent Investment Practices; a handbook for investment fiduciaries*, Edited by the American Institute of certified Public Accountants, 2005.
- KPMG, *De pensioenwereld in 2007*, 2006 & *De pensioenwereld in 2008*, 2007.
- Rene Maatman, *Het pensioenfonds als vermogensbeheerder*, 2004.
- Molenkamp, J.B. and C. Zweekhorst, 'Z-scores bedrijfstakpensioenfondsen 1999-2003 geanalyseerd; Pensioenfondsen scoren in de tweede 5-jaars z-toets aanzienlijk beter; een kritische analyse', *VBA jaarnaal zomer 2004*, nr.2, p 37-41.
- James Montier, *Behavioural Investing, a Practitioner's Guide to Applying Behavioural Finance*, Wiley & Sons, 2008.
- NPN, 'Fiduciair beheer; minder zorgen of meer?', April/Mei 2007.
- Anton van Nunen, *Fiduciair Management; Blauwdruk voor een goed bestuur van institutionele beleggers*, Adr. Heinen Uitgevers, 2007.
- W.F. Sharpe, 'Decentralized investment management', *Journal of Finance* 36 (May), pp. 217-234, 1981.
- Stichting Performance, *De P-square score ; Een aanzet tot meting van de beleggingsperformance van pensioenfondsen*, Eindrapport project 'De nieuwe z-score', November 2005.
- Livio Stracca, 'Delegated portfolio management: a survey of the theoretical literature', *Journal of economic surveys*, Vol. 20, No.5, 2006, pp. 823-848.
- The WM Company, WM Universum 2006.

OVERZICHT UITGAVEN IN DE NEA PAPER SERIE

- 1 Een 10 voor governance (2007)
Lans Bovenberg, René Maatman
- 2 Blinde vlekken van de denkers en doeners in de pensioensector (2007)
Kees Koedijk, Alfred Slager, Harry van Dalen
- 3 Efficiëntie en continuïteit in pensioenen: het FTK nader bezien (2007)
Casper van Ewijk, Coen Teulings
- 4 Jongeren met pensioen: Intergenerationele solidariteit anno 21e eeuw (2007)
Mei Li Vos, Martin Pikaart
- 5 Marktwerking in de pensioensector? (2007)
Jan Boone, Eric van Damme
- 6 Modernisering van het uitvoeringsmodel voor pensioenregelingen en marktwerking (2007)
Arnoud Boot
- 7 Differentiatie naar jong en oud in collectieve pensioenen: een verkenning (2008)
Roderick Munsters, Roderick Molenaar en Eduard Ponds
- 8 Maatwerk in Nederlandse pensioenproducten (2008)
Theo Nijman en Alwin Oerlemans
- 9 Je huis of je leven? Eigen betalingen voor woon- en welzijnsvoorzieningen voor ouderen en optimalisatie van de pensioenportfolio (2008)
Lou Spoor
- 10 Individuele pensioenoplossingen: doel, vormgeving en een illustratie (2008)
Zvi Bodie, Henriëtte Prast en JanSnippe
- 11 Hoe kunnen we onze risico's efficient delen? Principes voor optimale sociale zekerheid en pensioenvoorziening (2008)
Coen Teulings
- 12 Fiduciair management: panacee voor pensioenfondsen? (2008)
Jan Bertus Molenkamp

FIDUCIAIR MANAGEMENT: PANACEE VOOR PENSIOENFONDSEN?

Molenkamp betoogt in dit paper dat fiduciair management een integraal vermogensbeheermodel is. Op zichzelf is dit niet nieuw, maar wat wel nieuw is, is dat het beschikbaar is voor pensioenfondsen. Ook andere institutionele beleggers zouden gebruik kunnen maken van het fiduciaire concept. Het succes van het fiduciair management kan worden uitgelegd als een antwoord op de vraag naar professionalisering. Het beleggen voor een pensioenfonds wordt steeds complexer en bovendien faalt het 'klassieke' model. Daarbij zijn namelijk veel externe partijen betrokken, die vaak andere belangen hebben dan de pensioenfondsen zelf. In dit paper wordt een aantal belangrijke elementen van fiduciair management voor pensioenfondsen op een rijtje worden gezet.

Jan Bertus Molenkamp is fiduciair manager bij Kempen & Co.



UNIVERSITEIT



VAN TILBURG