Silo's bestaan niet voor niets

Column van CFA Society Netherlands

Bij invoering van de Total Portfolio Approach knelt vooral het gedrag, blijkt uit onderzoek van CFA Institute. Gedrag volgt immers prikkels, en prikkels houden asset class-silo's in stand.

Stel je een voetbalteam voor met twee scoreborden. De verdediging telt de tegendoelpunten, de aanval telt de eigen doelpunten. Beide linies halen hun doel, maar het team kan toch verliezen. Veel beleggingsorganisaties zijn zo ingericht. Elk asset class-team belegt tegen zijn eigen benchmark. Zo ontstaan asset class-silo's: iedereen optimaliseert zijn eigen onderdeel, terwijl het totaalresultaat telt.

De Total Portfolio Approach (TPA) wil dat veranderen. Het traditionele kader van strategische asset allocatie (SAA) stuurt op benchmarks, maar TPA beoordeelt elke belegging op haar bijdrage aan de totale portefeuille. Een onderzoeksrapport van CFA Institute Research and Policy Center[1] bevat interviews met veertien topmensen van elf organisaties die TPA toepassen, waaronder PGGM en MN. De barrières blijken vooral van organisatorische, en niet van technische aard te zijn. In een enquête onder de geïnterviewden kwam cultuurverandering het vaakst naar voren als uitdaging. Niemand noemde het aanpassen van technologie of systemen. Goede data blijven nodig, maar gedrag bepaalt het verschil.

Waarom is gedrag zo hardnekkig? Asset class-silo's bestaan om een reden. Een silo geeft duidelijkheid: een eigen doel, een eigen benchmark, een eigen beoordeling. Het valt mensen niet te verwijten hoe zij handelen. Zij reageren rationeel op de prikkels van het traditionele SAA-kader. Eén geïnterviewde uit het rapport schetst echter een organisatie die dat patroon doorbreekt. Daar denkt het Hoofd Infrastructuur aan wat de portefeuille nodig heeft, en niet aan diens eigen deals. Het Hoofd Credit pleit zelfs voor minder credit en meer aandelen. Dan werken prikkels, cultuur en model samen.

Zo'n organisatie heeft 'organizational alpha'. Dat is het vermogen om met mensen, processen en techniek waarde toe te voegen. Het kijkt niet terug op behaald rendement, maar vooruit. Kan deze organisatie de komende jaren waarde blijven toevoegen? Daar hangt geen getal aan. Je beoordeelt het kwalitatief, door te kijken naar governance, samenwerking, vaardigheden en prikkels. Silo's kunnen alpha laten weglekken: ieder team wint, de organisatie verliest. Die alpha vraagt om goede samenwerking en een sterke cultuur. Daar heb je duidelijke rollen voor nodig. Het bestuur bepaalt de risicobereidheid en houdt toezicht. De CIO beslist daarbinnen over actief risico en legt verantwoording af. Kortom, TPA is eerder een organisatieverandering dan een beleggingsmodel.

Onze aanbeveling: zie de stap naar TPA als een reis. Tussen SAA en TPA ligt een spectrum met vijf niveaus. Elke organisatie kiest zelf het einddoel. Beginnen kan klein: leg gezamenlijke beleggingsovertuigingen vast en stel doelen voor het totale fonds. Toets daarna je governance en ontwerp een referentieportefeuille. Volgens het rapport levert een deel van de reis al veel op. De volledige stap loont niet altijd. Op het hoogste niveau stuur je één geïntegreerd fonds. Je voegt mandaten samen en weegt ook systeemrisico mee. Betrek organizational alpha bij die keuze door naast de financiële prestaties van de portefeuille ook de organisatie periodiek te beoordelen. Kijk daarin vooral naar prikkels. Een eenvoudige toets: welke prikkels houden de asset class-silo's in jouw organisatie in stand? Het antwoord laat zien hoe ver jouw organisatie al is op de reis naar TPA.■





Door **Jori Arts**, Senior Portfolio Manager bij PGB Pensioendiensten, en **Anne-Marie Munnik**, Directeur bij CFA Society Netherlands

1 Urwin, R., & Hayman, G. (2026). The Total Portfolio Approach (TPA): A practical guide for navigating the transition to TPA. CFA Institute Research and Policy Center. https://doi.org/10.56227/26.1.20