

DE TOEKOMST VAN FIDUCIAIR

JAARGANG 40 | NUMMER 157 | ZOMER 2024

Integratie fiduciair
management in Wtp

12

Bouwen aan de volgende
fase van het Nederlandse
fiduciaire model: een
praktijkstudie van MN

16

Navigating the Shifting Sands:
An Interview with Michael Kreps
on Fiduciary Regulations
in the U.S.

28

Hoe meetbaar is
de toegevoegde waarde
van de fiduciair?

38



Inhoud

INHOUD

EDITORIAL

Een nieuw tijdperk voor Fiduciair Management **3**

Tjitsger Hulshoff en Michel Wetser

PRAKTIJK

Integratie fiduciair management in Wtp **12**

Daniël Rijs

PRAKTIJK

Bouwen aan de volgende fase van het Nederlandse fiduciaire model: een praktijkstudie van MN **16**

Gerco Goote en Lars van Dort

COLUMN

Op zoek naar mijn fiduciaire manager **21**

Anna Dijkman

ONDERZOEK

De optimale lifecycle in aanwezigheid van een solidariteitsreserve **22**

Gosse Alserda

COLUMN

Fiduciair management 2030; succes gegarandeerd!? **27**

Jan Bertus Molenkamp en Gerard Roelofs

INTERVIEW

Navigating the Shifting Sands: An Interview with Michael Kreps on Fiduciary Regulations in the U.S. **28**

Tjitsger Hulshoff

COLUMN

Fiduciair management: een Nederlandse uitvinding? **31**

Karin Roeloffs

PRAKTIJK

Fiduciair Management onder WTP **32**

Jeroen Wilbrink

COLUMN

Integraal of gekoppeld: Herverzaffing ontzaffing 2.0 **37**

Tjitsger Hulshoff

PRAKTIJK

Hoe meetbaar is de toegevoegde waarde van de fiduciair? **38**

Arjan Gort, David Janssen en Bas Leerink

PRAKTIJK

How to run sustainable ETFs **42**

Sabrina Giagheddu

VERDER IN DIT NUMMER

Uit de Vereniging

Biodiversity – to be or not to be! **4**

Martin Sanders, Ridzert van der Zee and Roy Braem

Celebrating: the CFA Charter Award Ceremony and our annual Volunteer Appreciation event **9**

Launch CFA Institute Diversity, Equity, and Inclusion (DEI) Code for Europe **10**

Anne-Marie Munnik RBA

Wetenschappelijk talent

Departures from Classical Asset Pricing Theory **45**

Bookreview

Decision making for pension boards, How to make good decisions to get things done **46**

Eelco van Dijk

CALL FOR PAPERS

Toekomst van ESG beleggen: Trends, innovaties en uitdagingen voor rendement en verantwoording

In een tijd waarin Environmental, Social, and Governance (ESG) criteria een steeds prominente rol spelen in de beleggingswereld maar ook in de politiek, rijst de vraag: Gaat duurzaam beleggen ten koste van financieel rendement, of biedt het juist kansen voor toegevoegde waarde? En weten degenen die keuzes hierover maken dit goed te onderbouwen en te verantwoorden naar stakeholders?

De redactie nodigt auteurs uit om bij te dragen aan de discussie over de relatie tussen ESG-beleggen en financiële prestaties, in smalle of brede zin.

Mogelijke onderwerpen zijn onder andere:

- Beleggen voor ESG – Kost duurzaamheid rendement of levert het betere of gelijkwaardige rendement/risico-verhoudingen op?
- Gegeven de recente discussie in de Nederlandse politiek over 'activisme' van pensioenfondsen: is duurzaamheid in het belang van

de deelnemer en mag dit ten koste gaan van rendement?

- Empirisch onderzoek naar de prestaties van ESG-beleggingen versus traditionele beleggingen en eventuele lange termijn effecten op portefeuille keuzes. Is er een verschil tussen beursgenoteerde en private investeringen? Kun je ESG meenemen in ALM?
- Sectorale analyses: verschillen in ESG-impact tussen industrieën.
- Methodologieën voor het meten en vergelijken van ESG-prestaties waaronder zichtbare en meetbare prestaties van Impact beleggen.
- De rol van engagement en actief aandeelhouderschap in het verbeteren van zowel ESG-scores als financiële resultaten.
- Hoe beoordeel en verantwoord je achteraf keuzes ten aanzien van ESG in termen van rendement, risico en duurzaamheid (impact)?
- Case studies van succesvolle EN minder succesvolle ESG-integratie strategieën.
- De toekomst van ESG-beleggen: trends, innovaties en uitdagingen.
- Wat is de rol en invloed (positief/negatief) van regelgeving op ESG-beleggen en rendementen?

- Wat zijn de relevante ontwikkelingen in de VS en/of andere delen van de wereld? Gaat dit overslaan naar Europa en wordt de klok weer teruggedraaid?
- E, S, en G: zijn de drie dimensies even belangrijk? Denk hierbij bijvoorbeeld aan de relatie tot rendementen.

We moedigen zowel kwantitatieve als kwalitatieve benaderingen aan, evenals interdisciplinair onderzoek dat financiële, ecologische en sociale perspectieven combineert. Belangrijk hierbij is wel dat dit goed wordt onderbouwd.

Via deze call for papers roepen wij geïnteresseerde auteurs op voor 26 augustus 2024 een samenvatting van hun bijdrage te sturen naar de redactie (irma.willemsen@cfasociety.nl). Het moet daarbij gaan om oorspronkelijk werk dat nog niet elders is gepubliceerd. Het artikel kan zowel in het Engels als Nederlands worden aangeboden.

Verdere informatie over bijvoorbeeld auteursinstructies en eerdere journaals staat op <https://cfasociety.nl/en/vbajournaal>.

Een nieuw tijdperk voor Fiduciair Management

Sinds het eerste besluit van Pensioenfonds Metaal en Techniek in 2001 om de uitvoeringsorganisatie op afstand te plaatsen, is fiduciair management inmiddels bij Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars de norm geworden. Ook buiten Nederland wint fiduciair management aan populariteit. Het aantal aanbieders en het aantal varianten van fiduciaire modellen zijn wereldwijd gegroeid.

De redactie van het VBA Journaal signaleert dat het fiduciaire model in beweging is. De Nederlandse financiële sector heeft voldoende ervaring om de sterke en zwakke punten van dit model en haar implementatie te kunnen evalueren en verbeteren. Nu de gehele pensioensector zich voorbereidt op de Wet toekomst pensioenen (Wtp), zullen er ook veranderingen voor het fiduciaire model plaatsvinden. Tevens zien wij dat de Nederlandse implementatie van fiduciair management verschilt van de implementatie in Anglo-Saksische landen. Er is sprake van divergentie in fiduciaire proposities.

De respons op de call for papers was groot en veel auteurs zullen hun ideeën over de toekomstige veranderingen van het fiduciaire model met ons delen.

Dit zomernummer begint met een artikel van Daniël Rijs. Hij geeft een duidelijke beschrijving van de belangrijkste activiteiten van het huidige fiduciaire model en brengt vervolgens de verschillen tussen het FTK en de Wtp voor de fiduciaire activiteiten in kaart. Gerco Goote en Lars van Dort bespreken in het volgende artikel, aan de hand van een praktijkstudie MN, de volgende fase van het fiduciaire model. Ze vertalen de historische ontwikkeling van het fiduciaire model naar de toekomst en leggen daarbij de nadruk op het toenemende belang van de identiteit van pensioenfondsen en de voordelen van co-creatie tussen pensioenfondsen en fiduciair manager.

De vaste columniste van het VBA Journaal, Anna Dijkman, is op zoek naar haar fiduciaire manager en eindigt met een wake-up call voor haar lezers. Gosse Alserda behandelt een vraagstuk over de optimale lifecycle in combinatie met de aanwezigheid van een solidariteitsreserve. Indien pensioenfondsen kiezen voor een solidaire premieregeling, is de kans groot dat dit vraagstuk vervolgens op het bord van fiduciair management komt te liggen. In een column geven Jan-Bertus Molenkamp en Gerard Roelofs hun kijk op fiduciair management in 2030. Zij benoemen een aantal zichtbare trends.

Het internationale perspectief op fiduciair management komt aan bod in een interview met Michael Kreps. Vanuit het perspectief van de Amerikaanse regelgeving belicht hij de definitie van beleggingsadvies en hoe als fiduciair op te treden. Hieruit kunnen ook lessen worden getrokken voor andere markten, waaronder Nederland. Vervolgens legt Karin Roeloffs in een column uit waarom het fiduciaire model in Nederland zo succesvol is gebleken.

Jeroen Wilbrink neemt de lezer mee in een diepgaande analyse van de veranderingen die fiduciair management onder Wtp zal ondergaan. Hij concludeert onder meer dat pensioenfondsen bij de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel hun beleggingskennis moeten verdiepen, omdat beleggingsrisico's direct van invloed zullen zijn op de hoogte van (toekomstige) pensioenen van deelnemers. In de volgende column vraagt, Tjitsger Hulshoff, redactielid van het VBA Journaal, zich af of we de komende jaren een herzaffing of een extra stap ontzaffing gaan zien.

Arjan Gort, David Janssen en Bas Leerink van de CFA Society Netherlands Commissie Investment Performance Measurement bespreken de meetbaarheid van de toegevoegde waarde van fiduciair management. Zij signaleren een groeiende vraag naar een '3D'-evaluatie van performance: rendement, risico en ESG. Sabrina Giagheddu bespreekt met een juridische blik de aandachtspunten die asset managers in acht moeten nemen bij het beheer van ESG-indexproducten.

In de rubriek wetenschappelijk talent, bespreekt Amar Soebhag zijn bevindingen uit zijn proefschrift: "Departures from Classical Asset Pricing Theory". Tot slot van deze zomereditie bespreekt Eelco van Dijk het boek "Decision making for pension boards, how to make good decisions to get things done" van Alfred Slager en Martijn Vos.

De redactie van het VBA Journaal wenst de lezer een fijne zomervakantie en veel leesplezier met deze editie over fiduciair management.

NB Wij wensen Gerben de Zwart een voorspoedig herstel.

Namens de redactie,

Tjitsger Hulshoff
Michel Wetser

Biodiversity – to be or not to be!

By Martin Sanders, Ridzert van der Zee and Roy Braem, Responsible Investment Committee

Introduction

Biodiversity encompasses the variability of all living organisms across ecosystems and plays a crucial role in sustaining life and providing essential ecosystem services. However, human-induced changes have led to a rapid deterioration of biodiversity, primarily driven by land and sea use change, direct exploitation, climate change, pollution, and invasive alien species. This loss has far-reaching economic implications, affecting global GDP and posing risks to investors.

The interconnection between biodiversity loss and climate change is undeniable, as both exacerbate each other's negative impacts. For instance, nature and biodiversity can offer valuable climate change adaptation and mitigation solutions, such as acting as carbon sinks. The economic implications of biodiversity loss are significant, with over half of global GDP depending on high-functioning biodiversity, and the degradation of ecosystems costing the global economy more than \$5 trillion each year.

To measure a company's impact on biodiversity, the Corporate Biodiversity Footprint (CBF) is used, estimating the negative impact on biodiversity across its

value chain. Efforts to combat biodiversity loss are gaining momentum, highlighted by the Post-2020 Global Biodiversity Framework adopted at the UN biodiversity conference COP15. This framework sets out specific targets to halt and reverse biodiversity loss, including the conservation and protection of at least 30% of the world's land and seas by 2030.

Addressing biodiversity loss requires a different approach than climate change due to its multiple drivers and site-specific interventions. However, addressing biodiversity loss is essential for achieving the UN Sustainable Development Goals (SDGs), as it underpins human well-being, a healthy planet, and economic prosperity. Investment solutions in combating biodiversity loss include sustainable production and consumption models. Developments have not gone unnoticed at CFA Society Netherlands. The Responsible Investment Committee organized a seminar to dive deeper into what is happening and what can be done.

The speakers at the event were:
Alice Sireyjol (Amundi)
Simona Kramer (Rail&OV)
Jeroen Bos (AXA IM)

And moderated by:
Ridzert van der Zee (Triple A – Risk Finance)

Presentations

Alice Sireyjol of Amundi kicked off the seminar with an interactive session regarding the importance of biodiversity in investment decisions: "With a global 69% decline since the 70s, the world is facing a 6th mass extinction caused by humans. Alice explained how biodiversity loss represents a significant impact and risk for our society and global economy. She finished her presentation with pragmatic perspectives for investors: 1) It is key to invest in solutions as well as in the transition 2) Investments should be made towards both listed and unlisted companies to be holistic on biodiversity 3) Biodiversity approaches should continuously improve based on the best available methods 4) Stock picking for portfolios shouldn't be based solely on data but with a combined top-down and bottom-up approach 5) Active engagement is fundamental for a transition on biodiversity."

The next speaker was Simona Kramer of pension fund Rail&OV covering the strategic implications from an asset owner perspective: "Asset owners may have the feeling that

From left to right:
Ridzert van der Zee,
Jeroen Bos,
Alice Sireyjol and
Simona Kramer

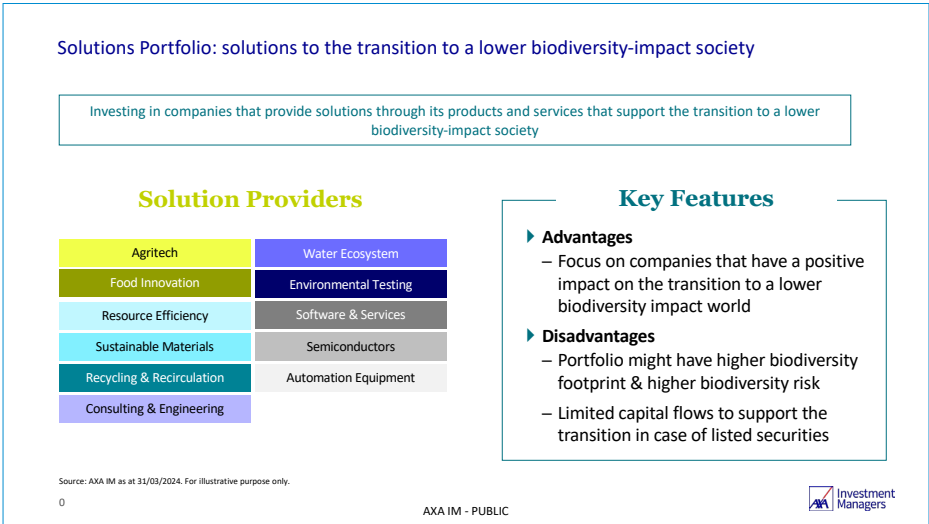
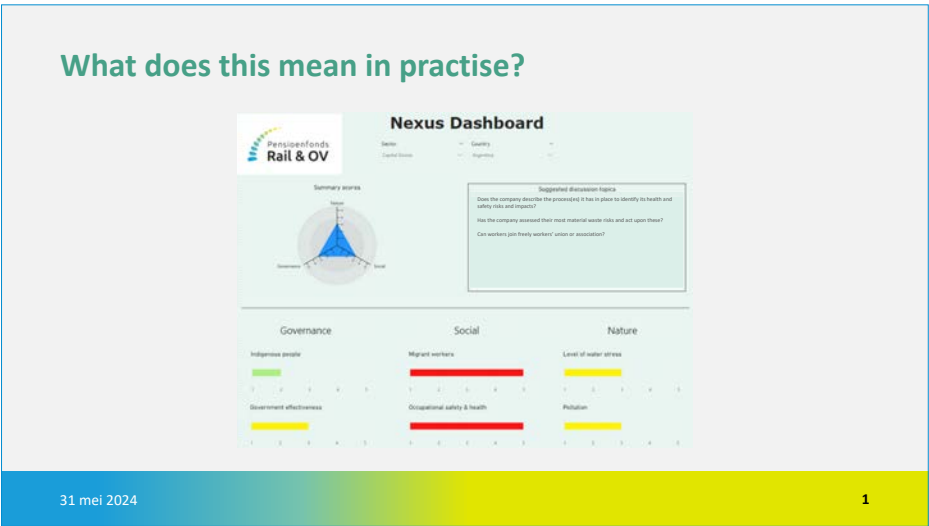
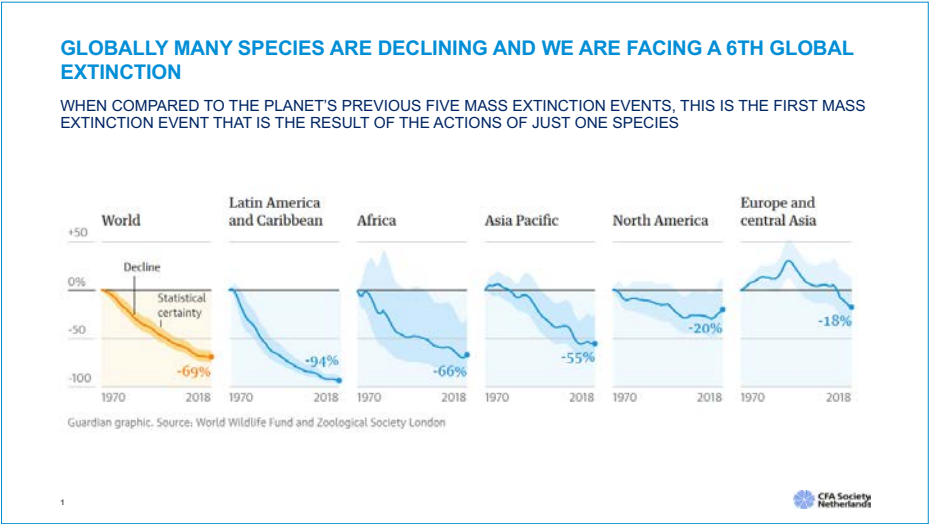


biodiversity loss is a "too big to grasp" problem. At Rail&OV we approached the topic by first conducting a deep-dive study in collaboration with a knowledge partner (WWF-NL). This helped us to define clear steps we wanted to achieve within a year. In 2024, Rail&OV we have defined some focus areas:

- Integration across the investment cycle
- First attempts to integrate biodiversity across the mandates
- Expand biodiversity targets
- Expanding active ownership strategy
- Examine how to approach climate, biodiversity and social aspects in an integrated manner

Especially the last point seems to be a novelty. Based on our desk research there is lack of relevant frameworks and data that would allow investors to look at climate change, biodiversity, and social aspects in a holistic and more integrated manner. As all three topics (climate change, biodiversity and human rights) are identified as material to Rail&OV investment portfolio, such integrated approach is necessary. We hope to have broader sectoral discussion on this topic which will lead to development of relevant frameworks."

Finally, Jeroen Bos of AXA IM shared his experiences of how to implement biodiversity in a global listed equity portfolio: "Biodiversity is an increasingly important and material topic to take into account when making investment decisions. Furthermore, the topic of biodiversity is closely linked and interconnected to Climate Change, another important topic in the investment industry. The integration of biodiversity aspects in investment Portfolios can be done in a variety of different ways by investors. During the event AXA Investment Managers shared four different ways of approaching Biodiversity in investing. Firstly, one can construct a portfolio of companies that have a very low negative impact on biodiversity through their operations and



AGENDA		
24 september 2024 Annual Dinner PL 1.5 CREDITS	15 oktober 2024 Vastgoed Research Seminar PL 2 CREDITS	7 november 2024 ALM congres PL 6 CREDITS

hence this portfolio will have a low biodiversity footprint. Secondly, construct a portfolio of companies that provide solutions to help society transition to a lower biodiversity impact society. Such a portfolio can clearly be very different from a low biodiversity footprint portfolio. Thirdly, construct portfolios that actually invest in Natural Capital itself to help protect and restore biodiversity. Lastly, one can simply integrate material biodiversity aspects in security selection, portfolio construction and active ownership (voting & engagement). The above clearly shows different options when it comes to thinking about biodiversity and investing and different options will also come with different ways of making an impact as an investor."

Survey

Finally, the seminar closed with a lively panel discussion around four statements:

- 1. Investors should start developing biodiversity funds despite lack of data. Do you agree?
- 2. Integrating biodiversity reporting requirements into contracts with external managers means asset owners will get non-representative poor-quality information. Do you agree?
- 3. Different ways of integrating biodiversity bring different ways of making a real-world impact as investors. Which one of the four approaches would you prefer?
 - A. Low Biodiversity Footprint
 - B. Solutions (investing in companies that provide solutions)
 - C. Natural Capital (investing in projects and companies protecting, restoring and sustainably managing natural capital)
 - D. Biodiversity integration into security selection, portfolio construction & active ownership
- 4. Investing in solutions for biodiversity is ultimately interesting from a return perspective. Do you agree?

The public could vote, and the results are shown in the overview on the right side.

Conclusions

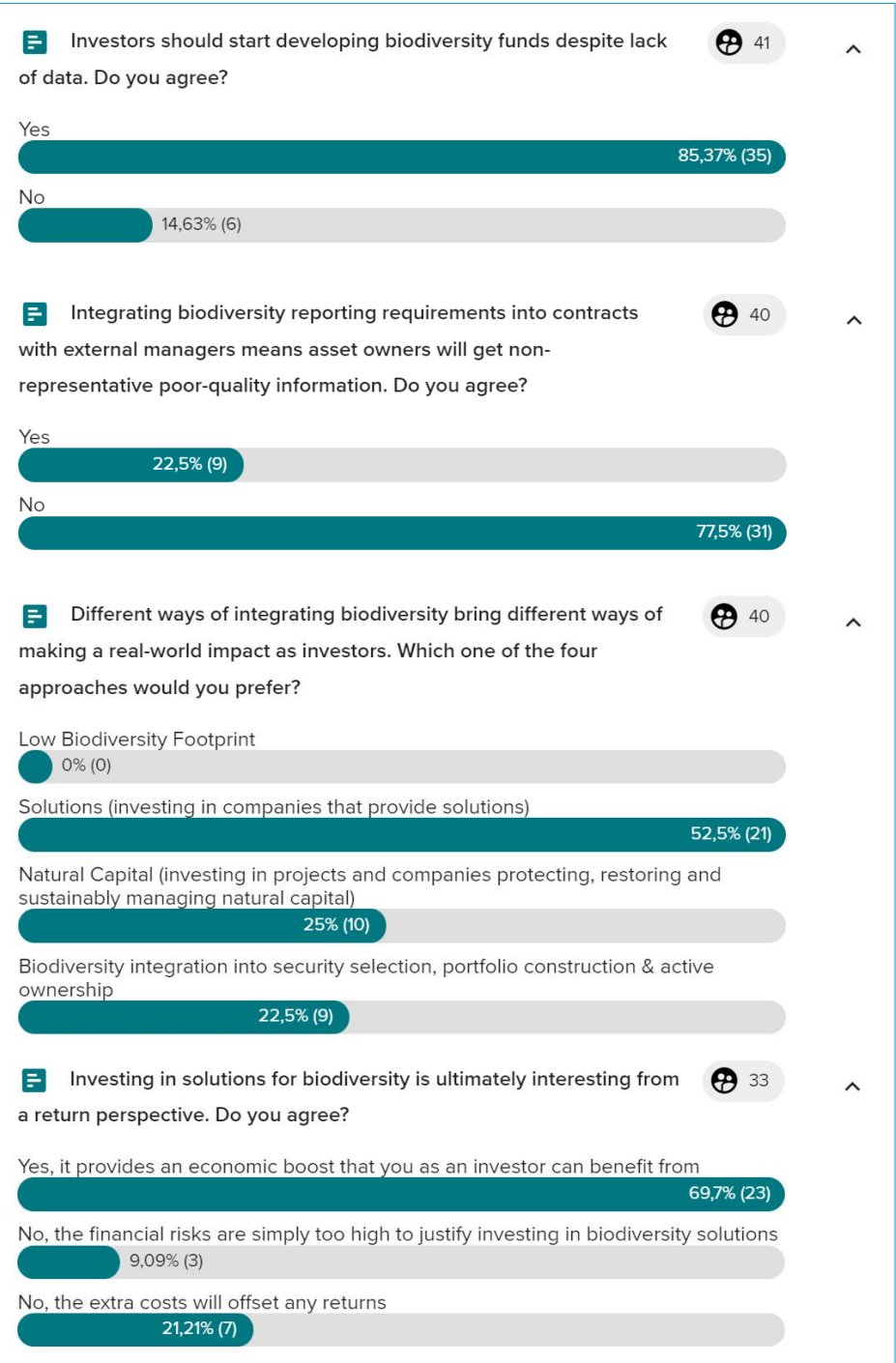
Judging by the success of the event, as evidenced by the high turnout, positive atmosphere, audience interaction and subsequent panel discussion, it is clear that biodiversity is incredibly important to our society and global economy.

Main conclusions of the seminar are to start now with incorporating biodiversity in (strategic) investment decisions despite the lack of data. We do not have the time to wait for 'perfect' data to be available for decision making or reporting. Data collections will improve over time, and we have to enhance our approach on the best available methods.

Investors can make a real impact in several ways by investing in both listed and unlisted companies, where voting and engagement are fundamental to the biodiversity transition.

Investing in biodiversity will deliver a good return too by investing in solutions, however the risks and costs associated with it should be considered and justified.

In summary, biodiversity loss poses significant risks to the planet and the economy, but concerted efforts, such as the Post-2020 Global Biodiversity Framework and investment in biodiversity-friendly initiatives, offer hope for reversing this trend and creating sustainable solutions.



Lifelong learning for continuing relevance

MiFID II

Stay Compliant Program

New program 2024

for institutional **investment advisors**
and institutional **information providers**



We proudly present **our modules and valued teachers**

Sustainability

- Masja Zandbergen – Head of Sustainability Integration at Robeco

Risk Management and Macroeconomics

- Thijs Knaap – Chief Economist at APG Asset Management
- Rogier van Aart – Investment Strategist at MN

Supervisory Themes

- Tamara van der Ster – Senior Supervisor at AFM
- Joris Ottow – Senior Supervisor at DNB
- Elke Op het Veld – Partner at Sprenkels
- Sjoerd Kuipers – DORA Expert at APG Asset Management

Integrity

- Wendy Stuffers – Senior Manager Forensic & Financial Crime at Deloitte

Artificial Intelligence

- Raymond van Es – Principal, Data Science & AI at Milliman Benelux

If you would like to receive more information, please contact:

Andrej Antonijevic, CFA • Education Coordinator • CFA Society Netherlands
andrej.antonijevic@cfasociety.nl • +31 20 299 6590





Check out our educational programs, such as the RBA Program, MiFID II and more at www.cfasociety.nl.



CONGRATULATIONS

CFA CHARTERHOLDER CLASS



Olivier Ajamlou, CFA
Maxim Akimov, CFA
Syed Ali, CFA
Zlatina Badzheva, CFA
Filippo Bernardi, CFA
Antonio Borelli, CFA
Sam Botden, CFA
Sam Brasser, CFA
Bastiaan Brave, CFA
Adinda Brouwer, CFA
Pavel Buslavski, CFA
Marco Campolo, CFA
Riccardo Cobianchi, CFA
Bob Crans, CFA
Antonio Damasio, CFA
Hans Deckers, CFA
Babette den Houting, CFA
Adrianus de Zwart, CFA
Mariia Dhirsamant, CFA
Vincenzo Fabrizio, CFA
Luca Ferramosca, CFA
Viktor Filipan, CFA
Tong Fu, CFA
Da Fu, CFA
Jasper Geraets, CFA
Guy Gerards, CFA
Niels Geurtsen, CFA
Pedro Giesta de Mello Fernandes, CFA
João Giesta De Mello Fernandes, CFA
Jordan Gilmore, CFA
Tjarko Gorter, CFA
Henk Gouws, CFA

Sarmad Habib, CFA
Ivo Hendriks, CFA
Sven Herrewijn, CFA
Michiel Hilderink, CFA
Willem Houtman, CFA
Andre Ueda, CFA
Klemen Iskra, CFA
Nikola Jankovic, CFA
Joris Jans, CFA
Jonathan Jansen, CFA
Tetiana Kharlamova, CFA
Richard Kitchingman, CFA
Maarten Kleijs, CFA
Dani Klein, CFA
Joey Kluijtenberg, CFA
Jan Willem Koetsier, CFA
Joriël Koops, CFA
Gylian Korver, CFA
Duco Kuiper, CFA
Irina Kurochkina, CFA
Sunny Kam Kean Lam, CFA
Bendik Langfeldt, CFA
Luca Laringe, CFA
Nu Thi Le, CFA
Joris Le Flem, CFA
Yueci Li, CFA
Minghui Liu, CFA
Yi Liu, CFA
Nestory Makendi, CFA
Hidde Mandemaker, CFA
Carlo Mazzanti, CFA
Alexander Menkadzhiev, CFA

Nandika Menuwarage, CFA
Nicolas Michaelides, CFA
Jonathan Moll, CFA
Daniël Moorman, CFA
Katarzyna Musters, CFA
Arvind Naipal, CFA
Brendan Nak, CFA
Kyle Nieuwenhuisen, CFA
Gerald Nuha, CFA
Azamat Nuradilov, CFA
Mehmet Ozcan, CFA
Akhilesh Parulekar, CFA
Chris Peeters, CFA
Schalk Pieterse, CFA
Jordi Pinkster, CFA
Ivan Popov, CFA
Leendert Jan Prins, CFA
Igor Quint, CFA
Patrick Rietveld, CFA
Maurits Roorda, CFA
Noemi Rossini, CFA
James Savastano, CFA
Bram Schevenels, CFA
Iris Schipper, CFA
Shatrudaman Sharma, CFA
Akhil Shetty, CFA
Erwin Sprengers, CFA
Sashko Stojanovski, CFA
Michael Sylvester, CFA
Santiago Tavani, CFA
Jelle Thijssen, CFA
Dimitri Timans, CFA

Tammo Tjong Joe Wai, CFA
Emirlan Toromyrzaev, CFA
Victor Tumwenturaho, CFA
Robin van Bekhoven, CFA
Niels van Blitterswijk, CFA
Bart van Campenhout, CFA
Eva van de Looij, CFA
Aart van der Giessen, CFA
Rutger van der Goot, CFA
Tiemen van der Kolk, CFA
Maurits van der Mark, CFA
Maurits van der Tas, CFA
Michiel van der Veen, CFA
Philip van der Wel, CFA
Joost van Dijk, CFA
Eric van Engelen, CFA
Hendrik Jan van Harn, CFA
Kornee van Hattem, CFA
Mike van Kaldekerken, CFA
Dion van Proosdij, CFA
Mark van Schagen, CFA
Vince Verhoeven, CFA
Amanda Vidal, CFA
Florence Voets, CFA
Matt Vorachen, CFA
Florian Wiese, CFA
Rob Winters, CFA
Yanqing Yu, CFA
Yuanyuan Zhang, CFA

CFA® and Chartered Financial Analyst® are registered trademarks of CFA Institute in many countries around the world.

Celebrating: the CFA Charter Award Ceremony and our annual Volunteer Appreciation event

Yesterday we hosted the CFA Charter Awards Ceremony and our annual Volunteer Appreciation event, concluded with cocktails and a BBQ. What an amazing day! Congratulations new Charterholders, and we hope to see you at many more events in the future! Thank you volunteers for your efforts in creating value to our members!



Launch CFA Institute Diversity, Equity, and Inclusion (DEI) Code for Europe

By Anne-Marie Munnik RBA

On June 25, CFA Society Netherlands had the privilege of hosting the launch of the CFA Institute Diversity, Equity, and Inclusion (DEI) Code for Europe. This landmark initiative aims to foster a more inclusive and equitable environment within the investment industry. The DEI Code has already made significant strides in the US, Canada, and the UK, with nearly 200 signatories. It is set to expand to Australia and Singapore later this year. The European version of the Code includes a specific Addendum for the Netherlands, highlighting relevant legislation, best practices, and initiatives to support DEI efforts.





The choice to roll out the Code in Europe starting with the Netherlands is no coincidence. It underscores the ambition and commitment of the Dutch investment sector to make tangible progress on DEI. This also reflects the importance CFA Society Netherlands places on DEI and our collaborative efforts with CFA Institute and the sector. We were delighted to welcome PGGM as the first signatory to the DEI Code for Europe at the launch event! Happy to celebrate this with a full representation of PGGM with Cécile Rozé, Arjen Pasma, Noortje Draper, Wies Blom, and Ian Menezes. Their commitment and



leadership will set an example for the industry and significantly contribute to the Code's success, not only in the Netherlands but throughout Europe.

expertly moderated by CFA Society Netherlands board members Noortje Draper and Rob Verheul.

The numerous questions and comments demonstrated that DEI is a subject close to many people's hearts. While challenges exist, support is readily available. Firms don't need to, and likely shouldn't, reinvent the wheel on its own. CFA Institute, CFA Society Netherlands, and preceding signatories including PGIM and PGGM are here to support in advancing one's DEI journey. We are all eager to collaborate and help you navigate the next steps on your DEI trajectory. In the coming months, we will continue engaging with investment firms about signing the Code and supporting them throughout the implementation of the DEI practices.

Principles DEI Code

Pipeline We commit to expanding the diverse talent pipeline.	Talent Acquisition We commit to designing, implementing, and maintaining inclusive and equitable hiring and onboarding practices.	Promotion and Retention We commit to designing, implementing, and maintaining inclusive and equitable promotion and retention practices to reduce barriers to progress.
Leadership We commit to using our position and voice to promote DEI and improve DEI outcomes in the investment industry. We will hold ourselves responsible for our firm's progress.	Influence We commit to using our role, position, and voice to promote and increase measurable DEI results in the investment industry.	Measurement We commit to measuring and reporting on our progress in driving better DEI results within our firm. We will provide regular reporting on our firm's DEI metrics to our senior management, our board, and CFA Institute.

At the launch event, our president, Inge van den Doel, shared her experiences with unconscious biases, the Society's history of promoting inclusion, and our future ambitions. Sarah Maynard, Global Senior Head of Diversity, Equity, and Inclusion at CFA Institute, provided an in-depth overview of the CFA Institute DEI Code, its alignment with CFA Institute's mission, and its unique characteristics compared to other DEI initiatives in the market. I had the honor of participating in a panel alongside Anna de Jong-Wakley of PGIM and Cécile Rozé of PGGM. Anna shared PGIM's experiences as an early international signatory to the Code and the positive impact it has had within their business. Cécile discussed PGGM's mission for DEI and their reasons for signing the Code. I contributed insights from various investment firms in the Netherlands, based on numerous conversations I have had with market participants. The panel session was



Integratie fiduciair management in Wtp

Daniël Rijs

INLEIDING

De pensioensector staat aan de vooravond van grote veranderingen door de implementatie van de Wet toekomst pensioenen (Wtp). Dit heeft ook gevolgen voor de inrichting en activiteiten van fiduciair management. In dit artikel wil ik op deze veranderingen ingaan. Allereerst geef ik een beschrijving van het begrip fiduciair management en de verschillende rollen die een fiduciair manager vervult. Vervolgens komen de belangrijkste verschillen tussen het huidige toetsingskader (FTK) en Wtp aan bod, waarna wordt ingegaan op de gevolgen van Wtp op fiduciair management. Het artikel eindigt met een aantal conclusies.

HISTORIE FIDUCIAIR MANAGEMENT

In het verleden waren pensioenfondsen zelfadministrerende fondsen ('zaf'). Sinds de in 2007 doorgevoerde 'ontzaffing' werd een heldere scheiding aangebracht tussen het pensioenfonds zelf (de stichting met daarin het fondsvermogen en de verplichtingen) en de diverse andere rollen, zoals onder andere de asset manager, de fiduciair beheerder en de fiduciair adviseur. De afstemming en samenwerking tussen deze rollen en het pensioenfondsbestuur onderling kan dan vormgegeven worden door een bestuursbureau of integraal belegd zijn binnen een (uitvoerings-)organisatie. De fiduciair adviseur adviseert het pensioenfonds vervolgens bij het vaststellen, monitoren en evalueren van het beleggingsbeleid. Het pensioenfonds zelf blijft verantwoordelijk voor het beleggingsbeleid. Met de publicatie van zijn boek 'Fiduciair management – blauwdruk voor een goed bestuur van institutionele beleggers' uit 2007 heeft Anton van Nunen het begrip fiduciair management meer geconcretiseerd. Inmiddels heeft een groot aantal pensioenfondsen gekozen om de governance volgens een dergelijke structuur vorm te geven. Verantwoordelijkheden die vaak integraal onderdeel uitmaakten van het takenpakket van de belegger en adviseur, werden organisatorisch gesepareerd en de afdeling fiduciair management was een feit. Op deze wijze worden de verantwoordelijkheden die onderscheiden kunnen worden binnen de beleggingscyclus ook zorgvuldig toegepast met een zuivere en onafhankelijke rolverdeling.

ROLLEN BINNEN FIDUCIAIR MANAGEMENT

Binnen fiduciair management worden twee aandachtsgebieden onderscheiden: fiduciair advies en fiduciair beheer. De fiduciair adviseur van een pensioenfonds of pensioenuitvoeringsorganisatie heeft als voornaamste verantwoordelijkheid om het bestuur of de beleggingscommissie van het pensioenfonds pro-actief en reactief te adviseren over het strategisch beleggingsbeleid en alle beleidsgerelateerde onderwerpen met betrekking tot het beheren van het vermogen. Dit behelst niet enkel de advisering inzake doelstellingen en risicohouding, maar ook investment beliefs en economische uitgangspunten (wereldbeeld). Uit-

eindelijk volgt hier een passende strategische assetallocatie (ALM/portefeuille-constructie) met bijbehorende kaders en richtlijnen. Voor de verschillende beleggingscategorieën worden investment cases opgesteld en deze worden periodiek geëvalueerd. In een investment case worden de voornaamste karakteristieken en (markt-)ontwikkelingen van een beleggingscategorie vastgelegd en worden de strategische keuzes die een fonds hierbinnen maakt beargumenteerd en gedocumenteerd. Te denken is aan regio- of sectorallocaties, benchmarkkeuzes, actief/passief beheer, kostenelementen en incorporatie van duurzaamheidskarakteristieken. De omvang van de strategische allocatie in een beleggingscategorie is nadrukkelijk geen onderdeel van een investment case, want deze dient bepaald te worden in onderlinge samenhang met de andere beleggingscategorieën. Een periodieke evaluatie hiervan is ook van groot belang. Niet enkel om de gemaakte keuzes in het verleden aan recente ontwikkelingen te toetsen, maar het houdt een pensioenfondsbestuur ook scherp op eerder gemaakte keuzes. Voor pensioenfondsbestuurders die nieuw toetreden zijn investment cases overigens zeer nuttige naslagwerken om de argumenten waarom bepaalde keuzes gemaakt zijn snel en efficiënt terug te kunnen vinden. Daarnaast is de fiduciair adviseur verantwoordelijk voor advisering op het gebied van (eventuele) andere strategische elementen, zoals securities lending, duurzaamheidsbeleid, tactische asset allocatie, rente-, inflatie- en valuta overlays.

Daniël Rijs
Senior investment manager, DPS



De fiduciair beheerder gaat op basis van het door het pensioenfondsbestuur vastgesteld strategisch beleggingsbeleid en investment cases (geadviseerd door de fiduciair adviseur) op zoek naar de best passende mandaatbeheerder. Afhankelijk van de investment beliefs en specifieke wensen van een pensioenfonds, kan dit de asset manager binnen de uitvoeringsorganisatie zelf zijn of vermogensbeheerders buiten de uitvoeringsorganisatie. Middels gestructureerde processen wordt het universum van vermogensbeheerders voor een specifieke beleggingscategorie nader verfijnd totdat er een shortlist overblijft. Bij bestaande mandaatbeheerders wordt continu gemonitord of de mandaten beheerd worden binnen de afgesproken kaders en richtlijnen.

INVESTMENT CASES ZIJN NUTTIGE NASLAGWERKEN VAN GEMAAKTE BELEGGINGSKEUZES

Periodiek vindt er dan een rapportage naar het pensioenfonds plaats met een fiduciaire beoordeling op de belangrijkste aandachtsgebieden, zoals performance, people, proces, planet et cetera. Per onderdeel kunnen dan aandachtspunten of zorgen geduid worden en voorzien worden van een oordeel of advies. Desgewenst kunnen bepaalde verantwoordelijkheden wel of niet door het pensioenfondsbestuur gemandateerd worden aan de fiduciair beheerder. Op deze wijze is een gestructureerde en objectieve aanpak geseceureerd.

VERWEVENHEID DISCIPLINES

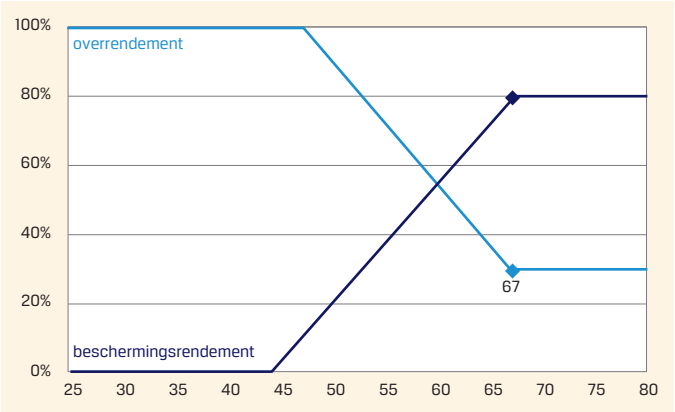
Uiteindelijk zijn de fiduciaire advisering, het fiduciair beheer en het asset management nauw met elkaar verbonden. Idealiter heeft een discipline ook voldoende kennis en affiniteit (of zelfs ervaring gehad) met de andere twee disciplines. Bij het totstandkomen van adviezen kunnen markt- en transactiegerelateerde elementen uit het asset management van grote toegevoegde waarde zijn. Het is daarnaast voor een asset manager ook opportuun om mee te kunnen denken bij de advisering en vormgeving van zijn mandaat. Hetzelfde geldt voor de fiduciair beheerder, welke verantwoordelijk is voor het totale beheer van de beleggingsportefeuille, waaronder rebalancing, vormgeving en monitoring van beleggingsmandaten.

WTP VERSUS FTK

Volgens de meest recente uitvraag van DNB inzake de terugkoppeling sector- en risicobeelden Wtp-uitvraag per Q2-2024, verwacht 72% van de pensioenfondsen de solidaire premieregeling (hierna: SPR) te gaan uitvoeren. Hierbij krijgen deelnemers rendementen leeftijdsafhankelijk toebedeeld. Dit wordt vormgegeven door te formuleren hoeveel beschermingsrendement en overrendement een deelnemer met een bepaalde leeftijd krijgt. Het leeftijdsafhankelijke beschermingsrendement wordt hoofdzakelijk bepaald door de swaprente (indirect) of volgt uit een beschermingsportefeuille (direct). Het overrendement is vervolgens het verschil tussen het totale fondsrendement en

toegekende beschermingsrendementen. Het risicoprofiel neemt geleidelijk af naarmate de pensioendatum nadert. De hoofdlijnen van het totale beleggingsbeleid worden bepaald door de aggregatie van deze leeftijdsafhankelijke verdeelregels.

Figuur 1
Voorbeeld lifecycle met leeftijdsafhankelijke toedeling van beschermings- en overrendement



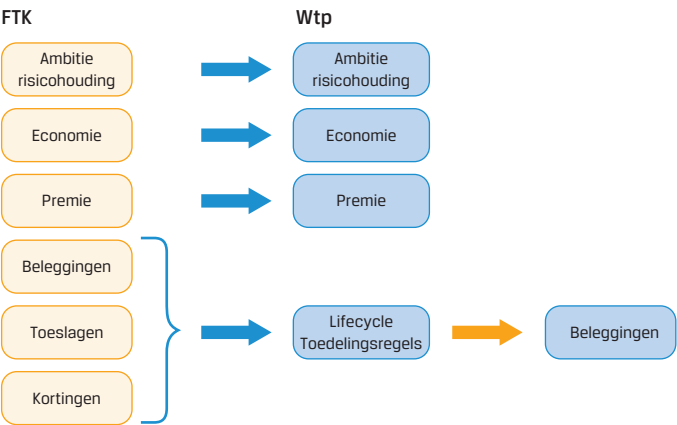
Bron: DPS

In het FTK zien we ook fondsen die een expliciet dekkingsgraadafhankelijk beleggingsbeleid voeren, waarbij het strategisch beleggingsbeleid minder risicovol wordt gevoerd naarmate dekkingsgraden hoger zijn. Een dergelijke methodiek zou binnen de SPR ook denkbaar kunnen zijn. De lifecycle met haar toedeelregels zou dan kunnen variëren met de kapitaalmarktrente. Bij voldoende hoge rentes is dan een lifecycle denkbaar waarbij er eerder een hogere mate van beschermingsrendement wordt toebedeeld. Een en ander dient dan wel te passen binnen de risicohouding van de deelnemers. Naar verwachting is dit iets dat in een later stadium in de Wtp onderzocht zou kunnen worden, nadat de initiële inrichting met succes afgerond is.

De basis voor de totale beleggingsportefeuille en strategische assetallocatie is dan de aggregatie van de leeftijdsafhankelijke toedeelregels en de opgebouwde kapitalen. De totale verdeling van het belegd vermogen over een matching- en rendementsportefeuille is dan een resultante. De nadere invulling van de onderliggende beleggingscategorieën wordt middels een portefeuilleconstructie gerealiseerd. Fiduciair management draagt wel zorg voor een adequate advisering welk leeftijdsafhankelijk beleid het best passend is gegeven het risicoprofiel en ambitie.

De bouwstenen om tot een beleggingsportefeuille te komen, zijn in de FTK-wereld gebaseerd op ambitie en risicohouding. Met een premiebeleid en een toeslag- en kortingsbeleid, worden varianten van het beleggingsbeleid geanalyseerd onder verschillende economische veronderstellingen. Uiteindelijk wordt een lange termijn strategische assetallocatie gekozen, die gegeven het economisch wereldbeeld – aangevuld met alternatieve en stress-scenario's – de ambitie zo goed mogelijk realiseert gegeven het risicoprofiel.

Figuur 2
Building blocks om te komen tot beleggingsbeleid



Bron: DPS

Onder de Wtp dient ook een ambitie en risicohouding geformuleerd te worden, mede gebaseerd op deelnemers-onderzoeken. Van groot belang is dat de kenmerken van de Wtp, waaronder een directere link tussen rendementen op financiële markten en de pensioenuitkering, hierin meegenomen worden. Het economisch wereldbeeld verandert niet onder de Wtp, waarbij economische veronderstellingen een cruciale rol in de optimale toedelingsregels spelen. Ook het premiebeleid blijft intact. De buildings blocks rond het toelag- en kortingsbeleid alsmede de optimale beleggingsportefeuille wijzigen wel degelijk in de Wtp. Deze worden vervangen door de lifecycle en daarmee de toedelingsregels, die uiteindelijk bepalen of en in welke mate opgebouwde kapitalen stijgen of dalen (het Wtp-alternatief voor ‘toeslagen’ en ‘kortingen’).

AGGREGATIE VAN ALLE INDIVIDUELE LIFECYCLES BEPAALT DE ALLOCATIE NAAR EEN MATCHING- EN RENDEMENTS- PORTEFEUILLE

Zoals de fiduciair manager onder het FTK het fonds adviseert over mogelijke assetallocaties, zo zal hij onder de Wtp het fonds adviseren over lifecycles, toedelingsregels en onderliggende assetallocaties. In het licht van de beleggingscyclus zullen deze lifecycles en toedelingsregels ook elke drie tot vijf jaar geëvalueerd en mogelijk bijgesteld worden.

Verder zullen onder de Wtp frequentere rebalancingen plaatsvinden. Een efficiënte en nauwe samenwerking tussen fiduciair management en de asset managers is dan van groot belang. De lifecycles in de SPR onder de Wtp dicteren de samenstelling van de onderliggende beleggingsportefeuilles. In de Wtp wijzigt de assetallocatie en mate van rente-afdekking als gevolg van de omvang van de onderliggende kapitalen. Als het kapitaal van het 50-jarige deelnemer bijvoorbeeld toeneemt als gevolg van

hoge aandelenrendementen, dan zal over dit hogere kapitaal vervolgens ook een bepaalde mate van beschermingsrendement moeten worden toegekend. Dergelijke bijstellingen zijn natuurlijk afhankelijk van keuzes die het pensioenfonds binnen de pensioenregeling maakt, zoals de frequentie van rebalancing en welke operationele bandbreedtes voor de assetallocatie en rente-afdekking toegestaan worden.

Daarbij zal bij de portefeuilleconstructie van met name de beschermingsportefeuille de gedeelde kennis van fiduciair management en portefeuillmanagement van grote waarde zijn om tot de juiste advisering te komen om een goed en passend pensioenresultaat voor de deelnemers te realiseren.

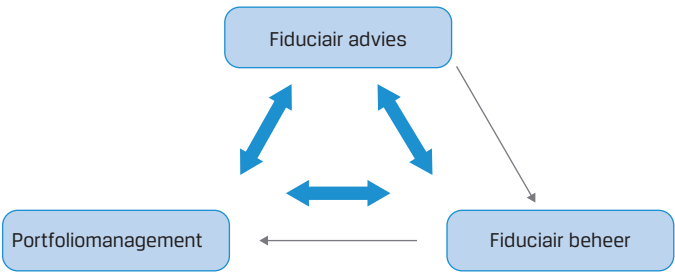
PORTEFEUILLECONSTRUCTIE EN MANAGER SELECTION

Binnen een lifecycle worden de volgende fases onderscheiden: (1) vanaf welke niveau’s starten de toedelingspercentages voor het beschermings- en overrendement (voor jongeren), (2) wanneer start de al dan niet lineaire af- en opbouw, (3) wanneer stopt de af- en opbouw en (4) welke niveau’s worden in de uitkeringsfase gehanteerd. Bij stap 2 en 3 kan de leeftijd voor beschermings- of overrendement verschillen, al is de gangbare praktijk wel dat stap 3 plaatsvindt op pensioendatum. Data verkregen uit het risicobereidheidsonderzoek wordt hierbij meegewogen. Met deze toedelingsregels zijn echter nog geen onderliggende beleggingsportefeuilles gevormd. Er liggen default allocaties ten grondslag aan de analyses, maar hierbinnen kan en zal vanuit het perspectief van portefeuilleconstructie een nadere optimalisatie of fine-tuning kunnen plaatsvinden. Ook deze werkzaamheden blijven zowel onder FTK als Wtp onder de verantwoordelijke advisering van de fiduciair adviseur. Ook blijven de processen rond de verdere implementatie bij de selectie en monitoring van individuele beleggingsmandaten onder de verantwoordelijkheid liggen van de fiduciair beheerder.

INTEGRATIE FIDUCIAIR MANAGEMENT EN ASSET MANAGEMENT

De taken en verantwoordelijkheden van de fiduciair adviseur, de fiduciair beheerder en de asset manager liggen in elkaars verlengde. De output van de fiduciair adviseur in termen van strategische assetallocatie, investment cases en risico-/rendementsprofielen op hoofdlijnen, is input voor de fiduciair beheerder om de passende mandaatbeheerders te selecteren en de onderliggende mandaten nader te specificeren tijdens de contractonderhandelingen. Tenslotte is het aan de mandaatbeheerders binnen asset management om invulling te geven aan de onderliggende portefeuilles. Als deze disciplines belegd zijn bij verschillende entiteiten, dan wordt er een maximale scheiding van verantwoordelijkheden gerealiseerd en kunnen er op alle disciplines de best passende partijen geselecteerd worden (rekening houdend met kosten en doelstellingen). De keerzijde hiervan vindt zijn weerslag op efficiëntie, onderling leer- vermogen en slagkracht. Met een geïntegreerde aanpak, waarbij deze drie disciplines bij één dienstverlener (of uitvoeringsorganisatie) zijn ondergebracht, ontstaat maximale kruisbestuiving.

Figuur 3
Traditionele verbanden tussen disciplines (grijze pijlen) en integraal verband (blauw)



Bron:DPS

In de analysefase bij fiduciaire advisering kunnen ervaringen en aandachtspunten vanuit de mandaatselectie en portefeuillebeheer meegewogen worden. Vanuit de fiduciaire beheerder worden vaak zorgpunten onderkent, welke met een passende wijziging van beleid ondervangen kunnen worden. En tenslotte maakt het dat ervaringen en (markt-)ontwikkelingen die vanuit portefeuillemanagement ondervonden worden meegenomen worden in zowel de fiduciaire advisering als het fiduciair beheer. Een voorbeeld is dat mandaatbeheerders die geen onderdeel uitmaken van de organisatie, scherper gemonitord kunnen worden met eigen kennis van markten. Ook kunnen ervaringen en market-practices op het gebied van duurzaamheid meegenomen worden in de advisering op het gebied van duurzaamheid. Hierbij kan gedacht kan worden aan de beschikbaarheid van impact bonds of de integratie van ESG-risico's in het portefeuillebeheer.

**GEÏNTEGREERDE FIDUCIAIRE AANPAK
BELANGRIJK VOOR ONDERPANDBEHEER
VAN DERIVATENPOSITIES**

Een belangrijk aandachtspunt bij een dergelijke setup in governance is een zuivere en duidelijke functionele scheiding, zowel op individueel niveau als op management level met onafhankelijke escalatiemogelijkheden naar de beleggingscommissie of bestuur van de klant. Verder is de positie van de fiduciair beheerder op dit gebied kwetsbaar, omdat deze zowel mandaatbeheerders van de eigen organisatie beoordeelt als mandaatbeheerders daarbuiten. Een zuiver en objectief monitoringsframework is daarbij essentieel. Er bestaat immers een potentieel groot governance-risico dat de ‘slager zijn eigen vlees keurt’. Bij een integratie van fiduciair management en asset management zijn beide disciplines namelijk onderdeel van één organisatie en vallen uiteindelijk onder de verantwoordelijkheid van één directie. Voor pensioenfondsen is het van groot belang dat het oordeel van de fiduciair manager over alle mandaten zo objectief mogelijk is. Het is immers van belang dat de mandaten optimaal presteren gegeven de (mandaat-)doelstellingen, waarbij

het in feite geen verschil zou mogen uitmaken of dit mandaat binnen de eigen pensioenuitvoeringsorganisatie belegd is of daarbuiten. Dit kan gerealiseerd worden door minimaal een functionele scheiding van verantwoordelijkheden te realiseren, heldere en duidelijke beoordelingsprocessen die voor alle mandaten gehanteerd worden en directe escalatielijnen richting het pensioenfondsbestuur zonder functionele consequenties van het eigen management.

Een dergelijke efficiënte setup is al van grote toegevoegde waarde binnen het bestaande FTK-kader, waarbij er ook nauwe banden zijn met de actuariële disciplines bij het realiseren van de rente-afdekking. Maar deze efficiënte komt nadrukkelijker naar voren in de Wtp. Je kunt hierbij denken aan de frequentere herbalanceringsmomenten die gaan plaatsvinden. Vanuit de (maandelijks) toe te rekenen rendementen en eventuele wijzigingen vanuit de lifecycles zelf, zullen frequenter wijzigingen in de onderliggende portefeuilles moeten plaatsvinden. Een geïntegreerde afdeling en goede intensieve samenwerking en communicatie is hierbij van groot belang om een en ander efficiënt te kunnen inrichten. Ook op het gebied van onderpandsbeheer komt deze integratie terug: het samenspel van het beheer van staatsleningen, het beheren van de swap-overlay, het dagelijks onderpandbeheer zelf, gekoppeld aan cashmanagement, repo en securities lending, maakt dat korte efficiënte communicatielijnen en nauwe samenwerking leiden tot betere resultaten. Tenslotte werken alle disciplines ook met dezelfde IT-systemen en data met een ‘single version of the truth’, waardoor problemen met reconciliaties van posities tot een minimum behoren.

CONCLUSIES

Uiteindelijk is de rol van de fiduciaire adviseur bij de inrichting van de Wtp prominent aanwezig, omdat de dekkingsgraad als anker zal verdwijnen. Als fondsen éénmaal ingevaren zijn, zal er ook weer periodiek een beoordeling plaatsvinden van de passendheid van de lifecycle en toedelingsregels bij de risicobereidheid (en draagkracht) van de deelnemers. Ook op het gebied van een heldere en inzichtelijke communicatie en rapportages naar de deelnemers en het pensioenfonds zullen in de Wtp aandacht krijgen. Met een frequentere aanpassing van de portefeuilles (rebalancing) en een grotere focus op een optimaal totaal rendement, dat middels toedeelregels aan de deelnemers toegekend wordt, is het van belang dat de lijnen tussen advisering, uitvoering en monitoring kort en efficiënt zijn, hetgeen binnen één integrale uitvoeringsorganisatie het beste tot zijn recht komt. Het is daarbij belangrijk om in de governance de taken en verantwoordelijkheden goed te scheiden. Uiteindelijk zal dit voor de deelnemer tot een beter en efficiënter pensioenresultaat kunnen leiden.

Literatuur

- "Terugkoppeling Wtp-vragenlijst Q2-2024 (V5) sector- en risicobeelden", DNB 29 mei 2024 – <https://www.dnb.nl/nieuws-voor-de-sector/toezicht-2024/transitienieuws-terugkoppeling-wtp-vragenlijst-q2-2024-v5-sector-en-risicobeelden/>

Bouwen aan de volgende fase van het Nederlandse fiduciaire model: een praktijkstudie van MN

Gerco Goote en Lars van Dort

INLEIDING

Fiduciair management voor Nederlandse pensioenfondsen heeft zich sinds het begin van deze eeuw sterk ontwikkeld. Fiduciair management is een dienst waarbij het pensioenfonds wordt ondersteund in het kunnen voeren van regie op het niveau van de totale beleggingsportefeuille, waar zowel adviserende als uitvoerende elementen aan kunnen zitten. In de praktijk kan de reikwijdte van de dienstverlening sterk verschillen en zijn er verschillende typen aanbieders. Om meer kleur te geven bij de ontwikkeling door de tijd, kunnen we deels uit eigen ervaring meer laten zien van de organisatie MN als praktijkcasus. MN is vaak een van de eersten geweest die veranderingen in de opzet en aansturing van de eigen organisatie heeft doorgevoerd, om nieuwe eisen aan de fiduciaire dienstverlening te kunnen realiseren. Omdat deze keuzes in de markt navolging vonden, willen we met het artikel breder inzicht in de ontwikkeling van fiduciair management in Nederland geven.

Startpunt is 2001, toen het Pensioenfonds Metaal en Techniek (PMT) besloot om zijn uitvoeringsorganisatie op afstand te zetten. Door die verzelfstandiging ontstond al vroeg een gespeci-

aliseerde organisatie voor Nederlandse pensioenfondsen voor wat we nu fiduciair management noemen. Het artikel eindigt in het heden, waarbij het model van multidisciplinair werken centraal is komen te staan, co-creatie met de grotere pensioenfondsen aan belang heeft gewonnen en het steeds meer gaat over de relatie tussen de identiteit van het pensioenfonds en de vormgeving van het beleggingsbeleid. Vooruitkijkend anticiperen we op de wereld van de Wet toekomst pensioenen (Wtp), waarin hoofdgroter en diepgaandere connectiviteit met pensioenbeheerders en meer samenwerking met de actuariële expertise is voorzien. Daarnaast zal de communicatie over de ontwikkeling van het pensioenvermogen aan belang winnen.

TERUGBLIK: 2001-2024

2001: ONTZAFFING

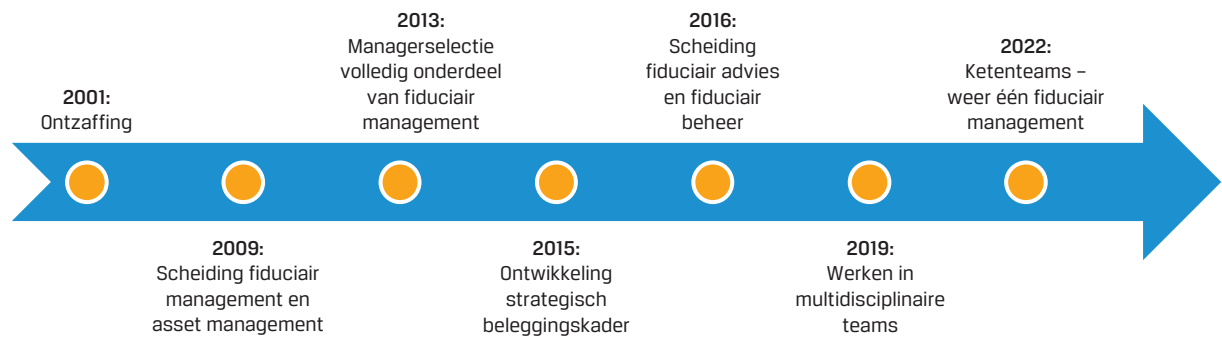
In 2001 besloot PMT tot een professionaliseringsslag door zijn uitvoeringsorganisatie, het huidige MN, op afstand te plaatsen. Dit was een voorbeeld van zogeheten 'ontzaffing',¹ een concept dat in de sector veel navolging vond.² Door deze verzelfstandi-

Gerco Goote (l)
Directeur Fiduciair
Vermogensbeheer, MN

Lars van Dort (r)
Ketenleider Equities,
MN



Figuur 1
Tijdslijn bij terugblik
2001-2024



ging ontstond al vroeg een gespecialiseerde organisatie voor Nederlandse pensioenfondsen voor wat we nu kennen als fiduciair management (ook pensioenbeheer behoorde tot de verzelfstandigde activiteiten). Hierdoor kon MN ook diensten verlenen aan andere pensioenfondsen en schaalvoordelen realiseren voor al deze opdrachtgevers. In de periode daarna zijn inderdaad andere pensioenfondsen overgestapt naar MN als klant voor (onder andere) fiduciair vermogensbeheer, waaronder PME, Bpf Koopvaardij en Bpf MITT.

2009: SCHEIDING FIDUCIAIR MANAGEMENT EN ASSET MANAGEMENT

De wereldwijde financiële crisis van 2007-2008 had grote impact op de beleggingen van pensioenfondsen. Hierdoor ontstond de wens bij pensioenfondsen om de portefeuille meer top-down in plaats van bottom-up aan te sturen, om te borgen dat het asset management meer dan voorheen ten dienste van het grotere geheel zou staan. Om dat te bereiken was het nodig om de governance van het vermogensbeheer anders in te richten. Initieel was binnen het zelfstandige MN juist het asset management nog dominant, zowel getalsmatig als qua invloed op het beleid. De fiduciaire rol was nog maar rudimentair ontwikkeld. Een eerste stap om de gewenste draai te maken was dat MN in 2009 een formele scheiding tussen het fiduciaire beheer en asset management in de organisatie aanbracht. Het fiduciaire deel was toen nog relatief klein, maar in de jaren daarna werd dit flink verstevigd in aantal medewerkers om de dienstverlening verder te kunnen ontwikkelen. In 2011 kreeg de unit een eigen directeur. Nieuwe specialisten op het gebied van ALM, strategisch beleggingsbeleid, dynamisch beleggingsbeleid, strategie voor beleggingsproducten en maatschappelijk verantwoord beleggen kwamen aan boord

Tot dat moment hield de fiduciair zich vooral bezig met advies over verdeling over beleggingscategorieën. Een nieuw belangrijk aandachtspunt werd het mandateren van beleggingscategorieën. Elke beleggingscategorie ('product') kreeg een mandaat, een opdracht namens de klant met specifieke richtlijnen over hoe er binnen dat product belegd mocht worden. In eerste instantie lag de nadruk op het vastleggen van de bestaande praktijk. Daarna werden de mandaten verder vernieuwd: er kwam meer aandacht voor de rol van het product in de totale beleggingsportefeuille en het beoogde risicoprofiel. Een voorbeeld uit die tijd bij MN was het vastleggen van criteria die bepaalden van welke landen de

staatsobligaties in aanmerking komen voor de matching-portefeuille. Onderdeel daarvan was een bovengrens van 75 basispunten boven de swaprente. Hierdoor werden risico's sterk beperkt – passend bij de doelstelling van de matching-portefeuille – en werden bijvoorbeeld Griekse en Italiaanse staatsobligaties in de aanloop naar de Europese schuldencrisis van 2010-2012 vroegtijdig verkocht toen deze de genoemde grens passeerden.

In de mandatering werd ook gestreefd naar het verminderen van onnodige complexiteit en werden beginnende stappen op het gebied van ESG-integratie gezet. De vernieuwing in mandatering verliep niet zonder slag of stoot. De beleggers van het (interne) asset management moesten soms wennen aan wat kon worden gezien als een beperking van de mogelijkheden en aan het feit dat de regie hierop nadrukkelijk elders was komen te liggen. Tegelijkertijd werd duidelijk dat het van meerwaarde was om inzichten vanuit de praktijkervaring van beleggers mee te wegen bij de vormgeving van beleggingsproducten en de daarop volgende mandatering.

IN DE RELATIE TUSSEN HET PENSIOENFONDS EN DE FIDUCIAIR MANAGER ONTSTAAT EEN PROCES VAN 'CO-CREATIE'

Elk mandaat werd vooraf voorzien van een zogeheten strategiedocument. Vanuit de aanleiding om in het product te beleggen gaf dit document een beschrijving van de achtergrond van het 'waarom' van de richtlijnen die in het mandaat voor het product vastgelegd werden. Deze aanpak maakte het gevoerde beleid per product beter uitlegbaar en transparant. Voor het pensioenfonds hielp deze transparantie in de verantwoording aan deelnemers. Daarnaast droeg het bij aan het *in control* zijn over de beleggingen richting de toezichthouder. De aanpak werd later door DNB³ marktstandaard. Het document werd vanaf toen vaak 'investment case' genoemd.⁴

2013: MANAGERSELECTIE VOLLEDIG ONDERDEEL VAN FIDUCIAIR MANAGEMENT

In 2013 volgde een nieuwe aanpassing van de organisatie-inrichting bij MN. Daarbij werd managerselectie en -monitoring volledig onderdeel van fiduciair management. Voor liquide beleggingscategorieën was dat al het geval, maar het beheer van illiquide beleggingscategorieën via fondsen in private equity, onroerend goed en infrastructuur hoorde eerder nog bij asset management. Dit werd nu overgehaald naar fiduciair management. Zo bleef asset management over als unit die alleen nog het ‘zuivere’ directe vermogensbeheer van beleggingen deed.

De gezamenlijke managerselectie- en monitoringsactiviteiten werden onder de noemer ‘productbeheer’ bij elkaar gezet. Daarbij werd de term ‘integrale productverantwoordelijkheid’ gebruikt. Bedoeld werd dat productbeheer de ontvanger van de mandaten van de klant was voor de verschillende producten en vanuit die rol volledig verantwoordelijk voor het beheer daarvan. Dat betekende: zorgen dat de mandaten binnen de richtlijnen werden uitgevoerd, dat realiseren via het selecteren en monitoren van passende vermogensbeheerders en het zorgdragen voor een rapportage over het ontvangen product-mandaat.

ONDER DE WTP ONTSTAAT MEER VERWEVENHEID TUSSEN ACTUARIËLE DIENSTVERLENING EN FIDUCIAIR VERMOGENSBEHEERDIENSTVERLENING

In dit organisatiemodel was de scheiding tussen fiduciair management en (intern) asset management compleet. Vanuit hier kon de managerselectie- en monitoring ten opzichte van interne en externe vermogensbeheerders op dezelfde wijze en vanuit een duidelijke governance worden uitgevoerd. Hoe om te gaan met intern vermogensbeheer is altijd een terugkerend gespreksonderwerp in de sector gebleven, favoriet bij panels en ronde tafels. Voor verschillende typen fiduciair managers kan het antwoord hierop verschillend zijn. Voor MN en opdrachtgevers zijn argumenten als kosten, bijdrage aan (ESG)-maatwerk en relatie met de verplichtingen vaak argumenten geweest die bijdroegen aan een keuze voor intern beheer. In de praktijk is steeds ongeveer de helft van het pensioenvermogen intern beheerd geweest.

2015: ONTWIKKELING STRATEGISCH BELEGGENSKADER

Vanaf 2015 stelden opdrachtgevers van MN voor het eerst een zogeheten strategisch beleggingskader vast, met behulp van advisering van MN. Het strategisch beleggingskader was een nieuw soort beleidsdocument waarin het pensioenfonds het beleggingsdoel en de eigen overtuigingen en beginselen vastlegt (Van den Doel, Trip en Van Dort, 2015). Centraal staat de overrendementsdoelstelling: wat is op de lange termijn het benodigde jaarlijkse rendement bovenop de waardeverandering

van de verplichtingen? Daarnaast spelen beginselen een belangrijke rol:

- Beleggingsbeginselen (*investment beliefs*): overtuigingen over de werking van economie en financiële markten.
- Uitvoeringsbeginselen (*policy beliefs*): deze leggen de governance, organisatie en praktische uitvoering van het beleggingsproces vast.
- Risicomanagementbeginselen: deze leggen de werkwijze rond het evalueren en bijsturen van het risicoprofiel van de beleggingsportefeuille vast.

Door het explicieter maken van de beleggingsdoelstelling en de eigen overtuigingen van het pensioenfonds werd het beleggingsbeleid beter uitlegbaar en werd een brug geslagen van het bestuur naar de fiduciair manager en de beleggers. Dit droeg positief bij aan advies over en uitvoering van het beleggingsbeleid in de zin dat dit gemakkelijker passend kon worden gemaakt bij wat het pensioenfonds wil.

Voorbeelden van beginselen die bij opdrachtgevers explicieter werden vastgelegd gingen bijvoorbeeld over ESG-integratie, een voorkeur voor passieve implementatie in liquide categorieën, het reduceren van onnodige complexiteit en risico's en het belang van achterliggende economische activiteit van de gekozen beleggingen.

2016: SCHEIDING FIDUCIAIR ADVIES EN FIDUCIAIR BEHEER

Eerder lag de nadruk in het organisatiemodel op een heldere scheiding tussen fiduciair management en het (interne) asset management. Nieuw element in organisatie-inrichting die MN in 2016 invoerde, was het verder opsplitsen van fiduciair management in units voor fiduciair advies en fiduciair beheer. Dit bracht scherper tot uiting dat een fiduciair in de basis twee typen diensten levert: advies en uitvoering (beheer). Advies draait om een focus op klanten, terwijl beheer over efficiënte uitvoering gaat. Dit zijn andere doelen die andere competenties vergen. Verder werd door de scheiding beoogd om een nog betere governance neer te zetten en het advies nog onafhankelijker van de fiduciaire uitvoering te maken.

2019: WERKEN IN MULTIDISCIPLINAIRE TEAMS

De genoemde doelen van de scheiding tussen fiduciair advies en fiduciair beheer werden grosso modo bereikt, maar na enkele jaren werd steeds duidelijker dat het werk van de fiduciair manager veelzijdiger werd, met bijvoorbeeld verdergaande aandacht voor ESG-integratie en samenstelling van eigen maatwerkbenchmarks (Liersch en Van Dort, 2019). Dit maakte dat het werk lastiger op te splitsen werd in gespecialiseerde afdelingen en dat samenwerking tussen specialismen aan belang won, om tot het beste advies voor het pensioenfonds te komen. MN ging daarom in 2019 van start met het werken in multidisciplinaire teams voor adviestrajecten. Daarbij bleef het bestaande organogram behouden. Voor elk adviestraject, bijvoorbeeld een nieuwe strategie voor aandelen ontwikkelde landen, komen diverse specialisten samen in een multidisciplinair team. Zo kunnen sneller verschillende invalshoeken worden meegewogen en neemt het draagvlak toe.

2022: KETENTEAMS – WEER ÉÉN FIDUCIAIR MANAGEMENT

Het werken in multidisciplinaire teams beviel klanten en medewerkers goed. In 2022 werd die lijn daarom verder doorgezet. De scope werd verbreed van samenwerken op advies naar advies én uitvoering. Om deze reden werden fiduciair advies en fiduciair beheer toch weer samengesmeed tot één fiduciair management. Doel was het verhogen van de snelheid van klantwens of beleggingsidee naar uitvoering, met behoud van voldoende governance-waarborgen.

Opdrachtgevers van MN hebben in de regel vier belangrijke bouwblokken in de beleggingsportefeuille: de matching-portefeuille en in de returnportefeuille drie typen beleggingen met vergelijkbare risicopremies en karakteristieken: spread (hoogrentende waarden), real assets (onroerend goed, infrastructuur) en equities (aandelen en private equity). Het vernieuwende idee was dat de verschillende specialisten zich primair rondom deze vier delen van de portefeuille organiseren in zogeheten ketenteams. Specialisten kwamen zo los van de traditionele afdelingen. De ketenteams worden inhoudelijk aangestuurd door een ‘ketenleider’. Sommige specialisten rapporteren ook formeel aan de ketenleider. Anderen doen dat nog bij hun oude afdeling, maar inhoudelijk rapporteren ze (via een *dotted line*) voor hun werk voor een keten aan de ketenleider. Deelnemers aan de ketens noemen als voordelen een hogere betrokkenheid bij de klant, een gevoel van gezamenlijke verantwoordelijkheid, vroeg geïnformeerd zijn en het tijdig kunnen inspelen op ontwikkelingen die ‘voorin’ de keten beginnen (klantwens en advisering) en uiteindelijk verderop impact hebben (uitvoering, rapportage).

DE AANDACHT VERSCHUIFT NAAR MEER
MULTIDISCIPLINAIR SAMENWERKEN
OP ADVIES EN UITVOERING VAN
HET BELEGGINGSPROCES

Aandachtspunt bij een focus op meer ‘samen’ is dat er duidelijke eindverantwoordelijkheden en governance-waarborgen behouden moeten blijven. Binnen MN spelen de verschillende comités waar de eindproducten langsgaan (bijv. het Investment Committee voor een strategiedocument) daarbij een belangrijke rol.

VOORUITBLIK: 2024 EN VERDER

MN is per juli 2024 verdergegaan als gefocuste fiduciair vermogensbeheerder. De activiteiten op het gebied van pensioenbeheer zijn verlegd naar PGGM. De gehele pensioensector bereidt zich voor op de Wtp (Maatman, Melis, Oldenkamp en Slager, 2024). Voor MN zijn de nieuwe eisen die daar specifiek voor de fiduciair vermogensbeheerder uit voortkomen van belang. Vooruitkijkend belichten we de volgende elementen: het belang van identiteit voor de beleggingsportefeuille en het kunnen werken in co-creatie met (de grotere) pensioen-

fondsen, communicatie over de ontwikkeling van het pensioenvermogen, connectiviteit met pensioenbeheerders en tot slot samenwerking met de actuariële expertise.

IDENTITEIT EN CO-CREATIE

Bij veel pensioenfondsen heeft het de laatste jaren aan belang gewonnen om de identiteit van het fonds weerspiegeld te zien in het beleggingsbeleid. De identiteit is wat specifiek eigen is aan de deelnemers, hun werkgevers en de bredere achterban van het fonds. Er zijn vele manieren om een beleggingsportefeuille te construeren die past bij een bepaald rendement-risicoprofiel. Dat biedt ruimte in de vormgeving van het beleid om aansluiting te zoeken bij de identiteit en zorgt ervoor dat de portefeuille meer aansluit bij wat deelnemers belangrijk vinden. Dit versterkt de band tussen deelnemers en pensioenfondsen. De identiteit kan voor alle pensioenfondsen van belang zijn. In de praktijk is het met name voor de grotere fondsen mogelijk om daar werk van te maken, omdat ze meer schaalgroottes hebben en meer gelegenheid tot maatwerk, o.a. vanwege het gebruik van discretionaire mandaten.⁵ De grotere pensioenfondsen hebben ook een stevigere bezetting in bestuur, beleggingscommissie en bestuursbureau. Dat maakt dat ze een sterke eigen ideevorming op de vormgeving van het beleggingsbeleid inbrengen, zeker ook vanuit de invalshoek van identiteit. In de relatie tussen het pensioenfonds en de fiduciair manager zie je daardoor steeds meer een proces ontstaan dat je als ‘co-creatie’ zou kunnen aanduiden. Om dat te laten slagen is het belangrijk om enerzijds volgens de governance en vanuit de eigen formele rollen te blijven werken, maar anderzijds om echt met elkaar vanuit een samenwerkingsgerichte houding een wens of idee van het pensioenfonds verder vorm te geven en te implementeren. In onze ervaring is het multidisciplinaire werken behulpzaam bij een vruchtbare co-creatie tussen pensioenfonds en fiduciair manager. We verwachten dat deze beweging aan belang zal winnen, omdat het ook past bij de Wtp en het (in brede zin) meewegen van deelnemersvoorkeuren in risicoprofielen en beleggingsbeleid. Het is daarom goed denkbaar dat het aantal fiduciair managers dat zich op deze manier zal organiseren toeneemt.⁶

COMMUNICATIE OVER HET PENSIOENVERMOGEN

Onder de Wtp bestaat geen aanspraak meer, maar een persoonlijk pensioenvermogen. Deelnemers zullen periodiek geïnformeerd worden over veranderingen in dit vermogen. We verwachten dat deelnemers meer zullen willen weten over het waarom van

Figuur 2
Thema's vooruitblik: 2024 en verder

Identiteit en co-creatie

Communicatie over het pensioenvermogen

Connectiviteit

Samenwerking met actuariële expertise

de periodieke veranderingen, waardoor meer behoefte aan inzicht ontstaat in de rendementen en de beleggingsportefeuille die tot die rendementen leidt. De fiduciair vermogensbeheerder kan zijn dienstverlening verbreden door pensioenfondsen goed in staat te stellen om over het pensioenvermogen te communiceren met hun deelnemers.

CONNECTIVITEIT

Onder de Wtp ontstaat door de introductie van persoonlijke pensioenvermogens hoogfrequenter en diepgaander interactie tussen het fiduciair vermogensbeheer en het pensioenbeheer,⁷ van oudsher enigszins gescheiden werelden (pensioenbeheer is de activiteit van administreren en uitkeren van de pensioenen en het verzorgen van de gerelateerde communicatie met deelnemers). Beide partijen moeten soepel en betrouwbaar onderling data uitwisselen over karakteristieken van deelnemers, persoonlijke pensioenvermogens en beleggingsresultaten. Dat zal gaan via implementatie van de SIVI-standaard, een afspraak in de sector over de uitwisseling van pensioengegevens. Omdat de verwachting is dat deze in de toekomst regelmatig aangepast zal worden, moeten partijen systemen zo inrichten dat aanpassingen en nieuwe inzichten gemakkelijk doorgevoerd kunnen worden. Voor de fiduciair vermogensbeheerder wordt het realiseren van een sterke 'connectiviteit' met de verschillende pensioenbeheerders die pensioenfondsklanten kunnen hebben dus een belangrijk aandachtspunt. Als dat goed lukt, is het beschikken over een eigen pensioenbeheerder onder hetzelfde dak minder noodzakelijk.

SAMENWERKING MET ACTUARIËLE EXPERTISE

Onder de Wtp ontstaat meer verwevenheid tussen actuariële dienstverlening en fiduciair vermogensbeheerdienstverlening. De focus verschuift van het collectief naar het individu. Er is een toegenomen interactie tussen enerzijds de pensioenregeling, de gekozen onderliggende leeftijdscohorten en de persoonlijke pensioenvermogens en anderzijds de beleggingsportefeuille. Hierdoor ontstaat een behoefte aan nieuwe actuariële diensten op het gebied van advies en beheer (monitoring) van deze interactie. Het betekent ook dat de actuariële expertise meer dan onder het FTK in verbinding met het fiduciair vermogensbeheer zal moeten werken.

Dit roept voor pensioenfondsen de vraag op hoe actuariële dienstverlening het beste georganiseerd kan worden. Voor diensten op het gebied van advies en beheer ligt het voor de hand om deze 'dichtbij' te organiseren. Deze zouden bij het bestuursbureau van het pensioenfonds of bij de fiduciair manager ondergebracht kunnen worden. Nieuwe actuariële diensten op het gebied van advies en beheer onder de Wtp zijn bijvoorbeeld: maatmensmonitoring en -advies, integrale aansturing van de allocatie in relatie tot de ontwikkeling van persoonlijke pensioenvermogens en fiduciaire monitoring van het bufferbeheer. Wanneer de fiduciair manager verschillende pensioenfondsen bedient, zijn er schaalvoordelen denkbaar door deze actuariële diensten bij de fiduciair manager te organiseren. De toegenomen verwevenheid met het fiduciair vermogensbeheer is daarvoor een extra argument.

CONCLUSIE

Fiduciair management voor Nederlandse pensioenfondsen heeft zich sinds het begin van deze eeuw sterk ontwikkeld. Veranderende eisen aan de fiduciaire dienstverlening hebben steeds geleid tot aanpassingen in opzet en aansturing van de fiduciair manager. Waar lange tijd veranderingen werden gedreven door versterking van de governance, is recent de aandacht verschoven naar meer multidisciplinair samenwerken op advies en uitvoering van het beleggingsproces. Met de grotere pensioenfondsen wint het proces van co-creatie aan belang. De Wtp stelt verder nieuwe eisen en verbreedt potentieel de dienstverlening van de fiduciair vermogensbeheerder.

Literatuur

- Van den Doel, I., J. Trip, en L. van Dort, 2015, Brug tussen bestuur en belegger: het strategisch beleggingskader van Pensioenfonds Metaal en Techniek, VBA Journaal, nr. 123 najaar, p. 24-27.
- Liersch, H. en L. van Dort, 2019, Sleutelen aan een eigen benchmark: de werkwijze van Pensioenfonds Metaal en Techniek en MN, VBA Journaal, nr. 137 voorjaar, p. 23-27.
- Maatman, R., D. Melis, B. Oldenkamp en A. Slager, 2024, De governance van pensioenfondsen vanaf de stelselwijziging, Netspar Occasional paper 01.

Noten

- 1 Een 'zaf' is een zelfadministrerend fonds. Bij 'ontzaffen' werd de uitvoering (vaak het vermogensbeheer en het pensioenbeheer) op afstand gezet in een aparte rechtspersoon, die los staat van het pensioenfonds.
- 2 Zo vond in 2008 de ontzaffing van ABP (in pensioenfonds ABP en uitvoeringsorganisatie APG) en PGGM (in pensioenfonds PFZW en uitvoeringsorganisatie PGGM) plaats.
- 3 "Via DNB-onderzoeken vinden nieuwe initiatieven nog altijd hun weg naar pensioenfondsen. Een voorbeeld daarvan is de introductie van investment cases als beleidsdocument. Het laat het pensioenfonds nadenken over de vraag welke kaders aan de portefeuille worden gesteld, het zet het bestuur aan het roer en het maakt ze beter geïnformeerde en volwaardige gesprekspartners voor de aanbieders van vermogensbeheerproducten." (Adrian Rijken, WTW Podcast 17 (2021), Investment Cases, transcript geraadpleegd op: <https://www.wtwco.com/nl-nl/insights/2020/04/-/media/wtw/insights/2021/07/aflevering-17-investment-cases-transcript.pdf>)
- 4 DNB zegt hierover: "In de beleggingscyclus kunnen gedegen investment cases ondersteuning bieden in het besluitvormingsproces. Een investment case geeft antwoord op de vraag waarom en op welke manier een fonds belegt in een bepaalde categorie." (<https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht/sectoren/pensioenfondsen/prudentieel-toezicht/beleggingen/beleggingen-pensioenfondsen>)
- 5 Zo besloot ABP in 2020 niet langer in gezamenlijke fondsen met andere pensioenfondsen te willen beleggen, omdat het meer regie en flexibiliteit wilde om de ambities op het gebied van duurzaam beleggen te realiseren. (<https://pensioenpro.nl/pensioenfondsen-stappen-over-van-fondsbeleggingen-naar-mandaten>)
- 6 Blue Sky Group is een voorbeeld van een partij die dit al heeft gedaan. (<https://www.bfinance.com/insights/investor-spotlight-blue-sky-pioneers-integrated-portfolio-management>)
- 7 Deze gegevensuitwisseling wordt verder beschreven in 'Het veranderende landschap tussen pensioenuitvoering en vermogensbeheer', een paper van Achmea. (<https://www.achmeainvestmentmanagement.nl/-/media/files/institutioneel/nieuws/achmea-update-pensioentransitie-mei-2023.ashx>)

Op zoek naar mijn fiduciaire manager

Ik moet u iets bekennen. Toen ik het thema voor dit nummer onder ogen kreeg had ik werkelijk geen idee waar het over ging. Na bijna twintig jaar in de financiële journalistiek deed de term fiduciair management geen belletje rinkelen.

Gelukkig hebben we google. In een van de eerste zoekresultaten stuitte ik op de vraag: *'Fiduciair management, wat is dat eigenlijk?'* Bingo, dacht ik, die moet ik hebben, en ik las verder. *'Helaas is er geen eenduidige definitie van.'* Hmmm. *'Het is wel een begrip met een brede inhoud, waarin uiteraard het woord fiducia (betekenis volgens Van Dale: vertrouwen op een goede afloop of uitslag, geloof in de degelijkheid of betrouwbaarheid van iets of iemand) zit.'* Ik hou het maar op vermogensbeheer, in verschillende varianten. Dat kon zijn als partner, adviseur of uitvoerder, begreep ik ook.

Het is natuurlijk gek dat ik hier niks van weet, want ik heb er wel degelijk mee te maken. Ik heb immers pensioen. Sterker nog, ik heb heel veel pensioenen aangezien ik niet altijd even honkvast was in mijn loopbaan. Voor mijn veertigste begon ik daarom aan mijn zevende pensioenregeling.

Zeven, ja. Er was een minipensioentje uit mijn tijd als student-assistent (inmiddels afgekocht), daarna volgden nog vijf verschillende pensioenfondsen vanwege even zoveel verschillende banen. Ook heb ik heb nog een tijdje gefreelancet waardoor ik zelf wat pensioen heb opgebouwd, en dan heb ik het partnerpensioen nog niet eens meegemeld. En nee, ik kon lange tijd geen waardeoverdrachten doen omdat de dekkingsgraden te laag waren. Dus als je iemand zoekt voor wie het nieuwe pensioenstelsel (op papier) een goede oplossing zou zijn: hier is ze. Al behoor ik wel tot de pechgeneratie die vanwege de doorsneepremie zeer waarschijnlijk toch aan het kortste eind gaat trekken. Maar ik dwaal af.

Door het thema van dit nummer vroeg ik me uiteraard af: wie zijn al die betrouwbare partners/adviseurs/uitvoerders van mijn pensioenen eigenlijk? Een aantal fondsen heeft een eigen pensioendienst en verder

bleken verschillende wegen naar Goldman Sachs te leiden. Ik moest meteen denken aan de documentaire Zwarte Zwanen waar de presentator een jaar of tien jaar geleden op Wall Street voor de gevel van Goldman stond te briesen vanwege de hoge bonussen. Nou heb ik daar niet zoveel probleem mee als het rendement maar goed is.

Want misschien wel belangrijker dan wie het zijn, is wat ze kosten. Daar bleek nog wel wat verschil in te zitten. De kosten voor vermogensbeheer varieerden van nog geen 0,2% van het belegd vermogen tot meer dan 0,6%. En de hoogte van dat percentage leek een omgekeerde relatie te hebben met de behaalde rendementen. Tel daar de administratiekosten bij op, variërend van een paar tientjes tot meer dan 200 euro, en ik besepte: iemand wordt hier beter van en ik denk dat ik dat niet ben. Ik begon steeds beter te begrijpen waarom de eerste negen jaar van mijn premie-inleg in vier verschillende fondsen me over pakweg 25 jaar maar net iets meer dan 500 euro bruto per maand zou opleveren. Stel dat ik die premie destijds in een mooi fonds had belegd en het dertig jaar had kunnen renderen... Maar ja, zo zit het systeem nou eenmaal niet in elkaar.

Deze zoektocht was wel een wake-up call: ik moet als de donder die pensioenen overzetten naar mijn huidige fonds (gelukkig een van de goedkopere). Maar was het niet écht goed advies geweest als al die pensioenfondsen en hun fiduciaire managers mij als bezitter van al die kleine pensioentjes daar eens op hadden gewezen? Want je kunt wel enorm bezig zijn met de beleggings- en risicostrategie maar toch het uiteindelijke belang van de deelnemer uit het oog verliezen. Om wiens geld het gaat. Zou dat misschien nog ergens in dat brede begrip passen?

Anna Dijkman is financieel journalist en columnist bij het FD



De optimale lifecycle in aanwezigheid van een solidariteitsreserve

Gosse Alserda

In het nieuwe pensioenstelsel volgt het collectieve beleggingsbeleid uit de lifecycle. De lifecycle bepaalt hoe elke deelnemer belegt, de optelling van alle deelnemers vormt dan het collectieve beleggingsbeleid. Hoeveel risico er genomen moet worden op elke leeftijd wordt een van de belangrijkste beleggingsbeslissingen in het nieuwe stelsel.

Uit veel berekeningen die gemaakt worden, komt naar voren dat in de solidaire premieregeling (SPR) meer risico genomen kan worden dan in een zuivere premieregeling. Dit komt onder andere door inzet van een buffer in de vorm van een solidariteitsreserve. Het risico verlagende karakter van de solidariteitsreserve werkt echter alleen als deze voldoende gevuld is. Bij een lege reserve zit je – op de korte termijn – dicht bij een zuivere premieregeling en lijkt een minder risicovol beleggingsbeleid gewenst. Kortom, het gewenste beleggingsbeleid lijkt afhankelijk van de vulling van de reserve. Is een dergelijk dynamisch beleid in de praktijk ook wenselijk?

INLEIDING

Er is veel onderzoek gedaan naar hoe een optimale lifecycle eruit moet zien in een simpele premieregeling. De blootstelling naar zakelijke waarden is afhankelijk van zowel de risicovoorkeuren als de financiële afhankelijkheid (risicodraagvlak) van de deelnemers. Bij een hogere risicobereidheid neemt de allocatie naar zakelijke waarden over de hele lifecycle toe. Wanneer de deelnemer meer afhankelijk is van de specifieke vermogensbron neemt de allocatie naar zakelijke waarden juist af (Campbell & Viceira, 2001; Alserda et al., 2019).

De financiële afhankelijkheid is onder andere afhankelijk van het menselijk kapitaal dat een deelnemer bezit. Menselijk kapitaal, oftewel toekomstig verdienvermogen, bevat onder andere toekomstige pensioenpremies. Toekomstige premies zijn – normaal gesproken – minder gevoelig voor financiële markten en dempen daarmee de volatiliteit van financiële markten op het verwacht pensioen. Om deze reden kunnen deelnemers met veel toekomstige premies – oftewel jongeren – relatief meer risico nemen binnen hun financieel kapitaal (opgebouwd pensioenvermogen). Dit is de reden waarom we over het algemeen lifecycle's zien waarbij het risico afneemt wanneer de leeftijd toeneemt (Viceira, 2001).

Dit model gaat uit van een rationele deelnemer, die enkel kijkt naar de absolute hoogte van zijn pensioeninkomen. In dit geval geeft een pensioenuitkering van 1.000 euro per maand dezelfde welvaart, ongeacht of in het vorige jaar de pensioenuitkering 800 euro of 1.200 euro per maand was. In de praktijk kijken

deelnemers echter ook naar de verandering van het pensioen. Een bepaalde uitkering wordt daardoor als fijner ervaren als dat een stijging is ten opzichte van het jaar ervoor dan als de uitkering het vorige jaar hoger was. Dit effect staat bekend als verliesaversie.

Gosse Alserda, PhD, CFA, CAIA, FRM

Beleggingsstrateeg Aegon AM en docent aan de Rijksuniversiteit Groningen



Uit onderzoek blijkt dat een verlies ruim twee keer zoveel pijn doet, als eenzelfde winst als fijn voelt (Tversky & Kahneman, 1992).

Dit kan gemodelleerd worden met behulp van een nutsfunctie met verliesaversie. Hierbij is het verwachte nut (welvaart) van de deelnemer niet alleen afhankelijk van de verwachte uitkering en de volatiliteit daar omheen, maar ook van hoe pensioen-uitkeringen zich verhouden tot eerdere jaren. Hieronder is een nutsfunctie gegeven met verliesaversie:

$$U_t - (X_{t-1}, X_t) = \begin{cases} \frac{X_t^{1+\gamma}}{1+\gamma} & \frac{X_t}{X_{t-1}} \geq 1 \\ \frac{\left(\left[1 + \lambda \left\{ \frac{X_t}{X_{t-1}} \right\} \right] X_{t-1} \right)^{1+\gamma}}{1+\gamma} & \frac{X_t}{X_{t-1}} < 1 \end{cases}$$

In bovenstaande formule is het U het nut op tijd t. Dit is afhankelijk van het pensioeninkomen X, de mate van constante relatieve risico-aversie γ en de mate van verlies aversie λ . De consequentie van het meenemen van verliesaversie is dat deelnemers over het algemeen minder risico willen nemen (Knoef et al., 2022). De grotere impact van een daling ten opzichte van een stijging van de uitkering zorgt ervoor dat risico nemen minder beloond wordt. Met dergelijke modellen is het spreiden van schokken van de uitkering en het toepassen van een reserve wenselijk, terwijl dit niet het geval is als enkel uitgegaan wordt van (constante relatieve) risico-aversie.

MODEL

Voor dit onderzoek maken we gebruik van een simulatie analyse. We simuleren een doorsnee deelnemer die zijn heel leven in een pensioenregeling deelneemt. Deze deelnemer bouwt pensioen op van zijn 25^e tot zijn 68^e. Tijdens de opbouwfase wordt jaarlijks premie gestort en het pensioenvermogen wordt belegd in lijn met een lifecycle. Tijdens de pensioenfase wordt doorbelegd en wordt jaarlijks een gedeelte van het vermogen onttrokken voor de pensioenuitkering. Afhankelijk van de variant die wordt doorgerekend wordt ook spreiden en/of een solidariteitsreserve toegepast. Voor dit laatste wordt de hele populatie van het pensioenfonds doorgerekend (per leeftijdscohort).

De lifecycle bestaat uit twee elementen. Een blootstelling naar zakelijke waarden, wat gemodelleerd wordt als aandelen en een blootstelling naar renteafdekking, waar uitgegaan wordt van een perfecte renteafdekking (in lijn met het theoretisch beschermingsrendement in de SPR). Voor de lifecycle berekenen we een groot aantal verschillende varianten door, waarbij gevarieerd wordt op het startgewicht van aandelen, het eindgewicht (op pensioenleeftijd) en de datum waarop gestart wordt met het afbouwen van de aandelen blootstelling (het ‘knikpunt’). De renteafdekking houden we voor deze analyse gelijk over alle varianten. De renteafdekking start op 25% en bouwt op naar 100% bij pensionering. In totaal hebben we ruim 700 verschil-

lende lifecycles waarvan we het verwachte nut berekenen en de beste selecteren (diegene met het hoogste verwachte nut).

Economische scenario’s zijn gebaseerd op de commissie parameters van 2019, waarbij begonnen wordt op het evenwichtsniveau (dus geen gemiddelde rentetrend / rentevisie). In de set zit een gemiddelde rente (en tevens startrente) van 2,4% voor een looptijd van 1 jaar en 3,7% voor een looptijd van 10 jaar. Het rendement op aandelen gaat uit van de korte rente plus een gemiddelde risicopremie van 3,3%.

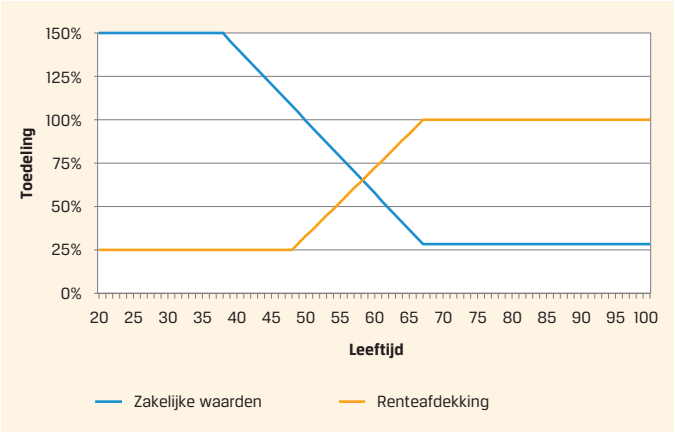
MET EEN SOLIDARITEITSRESERVE IS MEER RISICO GEWENST IN DE LIFECYCLE

Op basis hiervan wordt voor de maatmens over elk van de 2.000 scenario’s een pensioenuitkering berekend over de gehele pensioenfase. Op basis van de eerdergenoemde nutsfunctie wordt hiervoor het verwachte nut bepaald. Hierbij worden de verschillende jaren gewogen op basis van de cumulatieve overlevingskans. Voor de nutsfunctie maken we gebruik van een risico-aversie coëfficiënt van 7,2 en een verliesaversie coëfficiënt van 4,2. Deze waarden zijn gebaseerd op de uitkomsten van een risicopreferentieonderzoek onder meer dan 10.000 deelnemers uitgevoerd door TKP Pensioen. Hierbij is uitgegaan van de gemiddelde waarden voor gepensioneerden.

UITKOMSTEN VOOR EEN ZUIVERE PREMIEREGELING

Als eerste wordt de zuivere premiereregeling geanalyseerd. Dit is de variant waarbij geen spreiding en geen solidariteitsreserve wordt toegepast. De uitkering in elk jaar is dus simpelweg het vermogen gedeeld door de actuele prijs van de pensioenuitkering (de annuïteitsfactor). De optimale lifecycle voor deze variant is hieronder weergegeven. Deze kent een hoog startniveau (150%) dat gelijk is aan de maximaal toegestane blootstelling. Vervolgens bouwt de blootstelling af naar een niveau van 30% blootstelling naar zakelijke waarden tijdens pensionering.

Figuur 1
Optimale lifecycle zuivere premiereregeling



Zonder verliesaversie was de optimale blootstelling tijdens pensionering gelijk aan 60%.

PREMIEREGELING MET SPREIDING

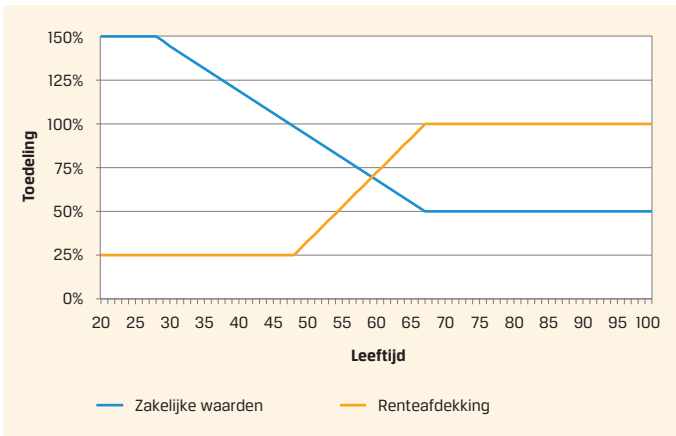
Vervolgens passen we spreiding toe, we gaan hierbij uit van spreiding over 3 jaar via de geheugenloze methode. Hierbij wordt elk jaar berekend wat de nieuwe uitkering zou moeten zijn, vervolgens wordt hier voor 1/3^e naar toe bewogen. Als we uitgaan van de lifecycle zoals hierboven beschreven (optimaal zonder spreiding) dan zien we dat door te spreiden de gewogen kans op korten afneemt van 22,4% naar 11,3%. Op basis van de gehanteerde nutsfunctie neemt hierdoor de verwachte welvaart met 0,2% toe.

In figuur 2 is weer de optimale lifecycle getoond, nu met spreiden. Ten opzichte van de zuivere premiereregeling eindigt deze op een hoger gewicht zakelijke waarden (50%). Het startniveau is gelijk, namelijk het maximum toegestane gewicht (150%). Deze lifecycle geeft een gewogen kans op korten van 15,7%. De verwachte welvaart van deze lifecycle ten opzichte van de optimale lifecycle zonder spreiden pakt 1,6% hoger uit. Oftewel, het spreiden van uitkeringen – in combinatie met het extra risico dat hierdoor genomen kan worden – voegt waarde toe voor een deelnemer met verliesaversie.

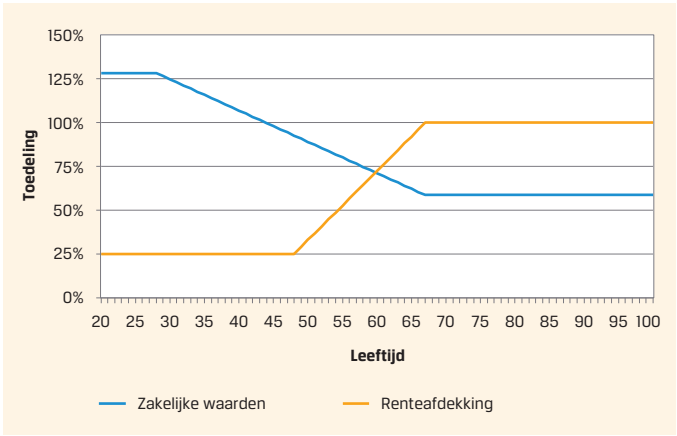
SOLIDAIRE PREMIEREGELING MET RESERVE

De laatste stap is het toevoegen van een solidariteitsreserve, hiermee komen we uit op een volwaardige solidaire premiereregeling. De reserve wordt ingezet om dalingen in de uitkeringen te voorkomen. Hierbij wordt alleen de uitkering van dat jaar aangevuld. De reserve begint op 5% van het collectieve vermogen en wordt gevuld met 2,5% van het positief overrendement van gepensioneerden. Aangezien de gehanteerde maatmens pas start met opbouwen na het invaren draagt hij niet bij aan de initiële vulling van de reserve. De reserve wordt belegd in lijn met het collectieve beleggingsbeleid. Jaarlijks mag maximaal 20% van de reserve onttrokken worden en de reserve wordt gemaximeerd op 10% van het totale vermogen.

Figuur 2
Optimale lifecycle met drie jaar spreiden



Figuur 3
Optimale lifecycle voor de solidaire premiereregeling



De solidariteitsreserve zorgt voor een verdere reductie van het risico. Op basis van de optimale lifecycle voor een zuivere premiereregeling (figuur 1) daalt de kans op korten tot 0,04% (van 22,4% zonder spreiding en 11,3% met spreiden). Dit levert een verdere welvaartstijging op van in totaal 0,4% ten opzichte van de zuivere premiereregeling.¹

Door de lagere kans op korten kan tijdens pensionering weer meer risico genomen worden binnen de lifecycle. De optimale lifecycle – zoals getoond in figuur 3 – eindigt in dit geval op 60% blootstelling naar aandelen. De kans op korten voor deze lifecycle is 0,05%. Ten opzichte van de lifecycle bij een zuivere premievariant neemt de verwachte welvaart met 3,0% toe.

OPTIMALE LIFECYCLE STERK AFHANKELIJK VAN DE VULLING VAN DE SOLIDARITEITSRESERVE BIJ INVAREN

Uit de analyse tot zover komt het volgende. Door risico verlagende eigenschappen toe te passen binnen een pensioenregeling kan het risicoprofiel van de lifecycle worden verhoogd. Dit zorgt voor een hoger verwachte pensioenuitkomst, terwijl het relatieve risico nog steeds lager uitvalt dan in een zuivere premiereregeling. Dit zorgt voor een toename van de verwachte welvaart. Hierbij heeft het toepassen van een solidariteitsreserve het grootste effect, de verwachte welvaart neemt in dit voorbeeld met ca.3% toe, vooral door een lagere kans op een korting. Dit effect treedt echter alleen op als de reserve ook daadwerkelijk gevuld en effectief is. Mocht de reserve door omstandigheden op een gegeven moment leeg raken, dan wordt het risico op de korte termijn niet langer verlaagd en is het optimale beleggingsbeleid normaal gesproken gelijk aan dat bij een situatie zonder een reserve. Deze bevinding pleit voor een dynamisch beleggingsbeleid op basis van de vulling van de solidariteitsreserve; meer

risico wanneer deze goed gevuld is en minder risico als deze bijna leeg is.

DYNAMISCH BELEID IN DE SOLIDAIRE PREMIEREGELING

Dynamisch beleid kan vooral waarde toevoegen in de uitkeringsfase. Zoals in de vorige analyse naar voren kwam is het gewenste beleggingsbeleid in de opbouwfase niet direct afhankelijk van de vulling van de solidariteitsreserve. Ongeacht de vulling is een hoog risicoprofiel gewenst. Daarom kijken we voor het dynamisch beleggingsbeleid alleen naar de uitkeringsfase.

In tabel 1 is de kans op korten en de optimale blootstelling naar zakelijke waarden gegeven bij verschillende hoogtes van de solidariteitsreserve bij start van pensionering. De kans op verlaging is de naar overlevingskans gewogen kans op een verlaging in een jaar. De optimale blootstelling geeft het gewicht zakelijke waarden weer dat de meeste verwachte welvaart geeft op basis van de eerdergenoemde nutsfunctie.

DYNAMISCH BELEGGINGSBELEID LIJKT GEEN WAARDE TOE TE VOEGEN

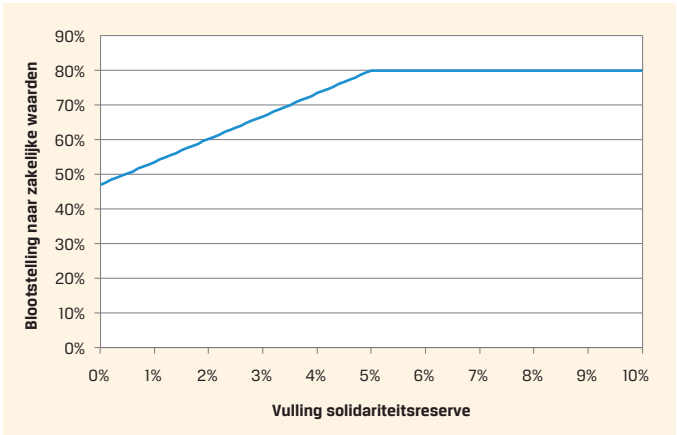
De mate van vulling is sterk bepalend voor de kans op een verlaging. Bij een goed gevulde reserve is de kans op een verlaging bij onze modelaannames bijna nul. Als de reserve leeg is bij pensionering dan is er een jaarlijkse (gewogen) kans dat het pensioen verlaagd wordt van 7,4%. In het eerste jaar is dit zelfs 19%, maar het neemt af wanneer de reserve over verloop van de tijd gemiddeld genomen weer aangevuld wordt. Vanwege de grotere kans op een korting neemt ook de optimale blootstelling naar zakelijke waarden af. Bij een lege reserve is een allocatie van 46% optimaal, terwijl dit 79% is wanneer de reserve goed gevuld is.

Op basis van deze uitkomsten stellen we een dynamisch beleid voor, waarbij het gewicht naar zakelijke waarden voor gepensioneerden afhankelijk is van de vulling van de reserve. Bij een lege reserve wordt 46% belegd in zakelijke waarden, dit loopt op tot 79% wanneer de reserve voor 5% gevuld is, dit is ook

Tabel 1
Impact vulling solidariteitsreserve

Initiële vulling solidariteitsreserve	Kans op verlaging	Optimale blootstelling zakelijke waarden
0,0%	7,4%	46%
0,5%	1,9%	55%
1,0%	1,1%	60%
1,5%	0,8%	64%
2,0%	0,6%	67%
2,5%	0,5%	69%
5,0%	0,2%	79%

Figuur 4
Invulling dynamisch beleid



geïllustreerd in figuur 4. Ieder jaar wordt dus – afhankelijk van de vulling van de solidariteitsreserve – de blootstelling naar zakelijke waarden voor gepensioneerden vastgesteld.

De doorrekening van deze variant laat zien dat dynamisch beleid in deze vorm geen waarde lijkt toe te voegen. Over het algemeen neemt de verwachte uitkering toe, maar ook de kans op korten. De verhouding is echter zo dat de verwachte welvaart daalt. Ook alternatieven rondom bovenstaande strategie zorgen niet voor een toename van de verwacht welvaart.

Dit is een verrassende uitkomst, aangezien de analyse tot zover liet zien dat het optimale beleggingsbeleid bij start van een nieuwe regeling wel sterk afhankelijk is van de (initiële) vulling van de solidariteitsreserve. Hoewel met het voorgestelde dynamische beleid hier beter bij wordt aangesloten, zorgt het er ook voor dat er procyclisch beleid wordt gevoerd, namelijk zakelijke waarden kopen nadat deze in waarde gestegen zijn en omgekeerd. Bovendien is te zien dat het risico vaak verlaagd wordt wanneer er nog een negatief effect van spreiden op de lat staat. Als aandelen in waarde dalen, dan daalt ook de uitkering. Dit wordt echter uitgesmeerd over meerdere jaren. Als in de tussentijd het risico verlaagd wordt (omdat de solidariteitsreserve onder-tussen ook gedaald is) dan is het lastiger om deze daling goed te maken met overrendement. Er is dus minder herstelcapaciteit, met een hogere kans op korten als gevolg.

CONCLUSIE

Voor deelnemers met verliesaversie kan binnen de solidaire premieregeling meer risico genomen worden dan binnen een zuivere premieregeling. Dit komt met name door de inzet van de solidariteitsreserve, die risico's – vooral jaar-op-jaar risico's – wegneemt. De combinatie van minder risico, maar toch een hogere blootstelling aan overrendement zorgt ervoor dat de verwachte welvaart van de pensioenuitkering significant toeneemt. Dit is echter alleen het geval de als de solidariteitsreserve voldoende gevuld is. Bij een (bijna) lege reserve tendeeft het optimale beleggingsbeleid naar dat van een zuivere premieregeling. De vulling van de reserve bij invaren is dus een belang-

rijke factor bij het bepalen van de optimale lifecycle in de nieuwe pensioenregeling.

Het voeren van een dynamisch beleggingsbeleid, waarbij de blootstelling naar zakelijke waarden automatisch meebeweegt met de vulling van de solidariteitsreserve lijkt daarentegen geen waarde toe te voegen. Hoewel het risicoprofiel beter aansluit bij risicovoorkeuren, zorgt de lagere herstelcapaciteit bij negatieve schokken ervoor dat de kans op korten groter wordt. Dit wordt onvoldoende gecompenseerd door een hogere verwachte uitkering.

De uitkomsten zijn sterk afhankelijk van de aannames rondom de voorkeuren van deelnemers en economische verwachtingen. Het is denkbaar dat met andere aannames, of andere dynamische strategieën, een beleid mogelijk is dat wel welvaart toevoegt. Het is echter de vraag of dit voldoende toevoegt om de hogere complexiteit te rechtvaardigen. Bovendien is het de vraag hoe robuust een dergelijk resultaat dan is.

Referenties

- Alserda, G. A., Dellaert, B. G., Swinkels, L., & van der Lecq, F. S. (2019). Individual pension risk preference elicitation and collective asset allocation with heterogeneity. *Journal of Banking & Finance*, 101, 206-225.
- Campbell, J. Y., & Viceira, L. M. (2001). Who should buy long-term bonds?. *American Economic Review*, 91(1), 99-127.
- Knoef, M., van Loon, R. J. P., Turlings, M., van Toorn, M., Weehuizen, F., Dees, B., & Goossens, J. (2022). Matchmaking in pensioenland: welk pensioen past bij welke deelnemer?. Netspar, Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1992). Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and uncertainty*, 5, 297-323.
- Viceira, Luis M. "Optimal portfolio choice for long-horizon investors with nontradable labor income." *The Journal of Finance* 56.2 (2001): 433-470.

Noot

- 1 Hierin zit ook het effect van de nettobijdrage aan de solidariteitsreserve en is dus niet enkel efficiënte winst.

Fiduciair management 2030; succes gegarandeerd!?

Sinds de introductie van het (commerciële) fiduciaire model in de beginjaren van deze eeuw lijkt fiduciair management een schreeuwend succes geworden. Er is bijna geen pensioenfonds te vinden dat niet gebruik maakt van een fiduciër of een fiduciaire afdeling heeft. Daar zag het in die jaren niet naar uit. In 2003 schatte een gerenommeerde consultant de potentiële omvang van de fiduciaire markt in op €2 miljard... In dezelfde week dat het rapport verscheen haalde MN haar 1^e externe fiduciaire klant binnen met een omvang van €500 miljoen. Voorspellen is moeilijk, zeker als het de toekomst betreft.

Regelgeving en schaalvoordelen zijn belangrijk geweest in deze groei. Denk aan FTK, Prudent person, Basel II, Solvency II, maar ook aan de SFDR. Voor kleinere partijen is het steeds moeilijker om de 'license to operate' te behouden. Een terugkerend thema in Nederland is de beperkte winstgevendheid van de fiduciaire dienstverlening. Als gevolg van vergrote 'inkoopkracht' bij pensioenfondsen is vooral in Nederland al een tijd de 'race to the bottom' ingezet inzake fiduciaire fees – Nederlanders zitten graag voor een dubbeltje op de eerste rang. In dezelfde periode zijn de kosten voor fiduciaire managers vooral door regelgeving gestegen. Een 'double whammy'. Dit is een van de redenen dat veel buitenlandse partijen geen fiduciair management meer in Nederland aanbieden; in de hoogtijdagen waren er 20+ fiduciaire partijen... De lagere fiduciaire fees lijken goed voor de asset owners, echter op langere termijn is dit niet zo. Terugtrekkingen uit de fiduciaire markt en doorgevoerde standaardisatie leiden tot minder keuze en gebrekkige continuïteit van dienstverlening. Een analogie met het Nederlandse inkoopbeleid van de goedkoopste medicijnen, wat leidt tot een verschaald medicijnen aanbod, ligt voor de hand. Andersom moeten fiduciaire managers de waarde van hun diensten beter 'hard' maken, zodat klanten de waarde beter zien. Eén van de 'oplossingen' voor de fiduciër is om als onderdeel van de

dienstverlening ook eigen producten aan te bieden. Matching en portfolio management (inclusief herbalancering en valutahedging) worden hierin vaak niet als product maar als 'efficiënte uitvoering' gezien. Het leidt tot principal-agent vraagstukken; een fiduciër die goed is in A is niet per sé goed in B ook al wordt het goedkoop geleverd.

Hoe verandert het fiduciair landschap in de komende jaren? Een aantal trends is zichtbaar:

- 1. Toenemende communicatie over beleggingen richting individuele klanten.** In het nieuwe pensioenstelsel worden de potjes individueel en het pensioenresultaat direct afhankelijk van de beleggingsresultaten. Tevens gaan individuele voorkeuren een rol spelen. Pensioenfondsen willen een link houden naar hun deelnemer, de fiduciër kan ze daarin helpen. Van persoonlijke communicatie kan dit richting persoonlijk financieel advies gaan.
- 2. Impactbeleggen.** Veel institutionele partijen houden zich bezig met impactbeleggen. Dit staat voor velen in de startblokken en zal de komende jaren gaan groeien, waarbij het gaat veranderen van apart 'bakje' binnen de portefeuille naar het uitgangspunt van alle beleggingen: je neemt een belegging pas op nadat je de totale impact (negatief & positief) op portefeuilleniveau hebt geanalyseerd. Op deze manier wordt invulling gegeven aan 3D-beleggen: het optimaal afwegen van rendement, risico en impact.

- 3. Gebruik van AI in de fiduciaire dienstverlening.** Het is onbekend hoe groot de invloed van AI op de dienstverlening kan zijn. Maar verandering zal er zijn. Een tekst genereren over de beleggingen van een individuele deelnemer, deelnemersprofilering of de deelnemer laten praten met zijn of haar eigen persoonlijke AI pensioenvermogen chatbot.

Naast deze trends blijven de basisthema's in fiduciair management cruciaal: Governance en principal-agent kwesties.

Om te besluiten willen we graag voortbouwen op een quote over fiduciair management uit 2008¹: "... Toch is en heeft fiduciair management de toekomst. Het is een logische stap in de ontwikkeling en de professionalisering van de pensioenfondsenindustrie. 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." Wat we hierop willen aanvullen is dat continue ontwikkeling als fiduciair ook een voorwaarde is voor toekomstig succes. Op naar 2030!

Jan Bertus Molenkamp en Gerard Roelofs

De auteurs hebben langjarige ervaring met fiduciair management.

Noot

1. Netspar, NEA paper 12, J.B. Molenkamp, Fiduciair management: panacee voor pensioenfondsen? 2008.



Jan Bertus Molenkamp (l)
Partner Impact Orange Partners
Gerard Roelofs (r)
Partner Impact Orange Partners

Navigating the Shifting Sands: An Interview with Michael Kreps on Fiduciary Regulations in the U.S.

Door Tjitsger Hulshoff

In the ever-evolving landscape of financial regulations, few issues have garnered as much attention and controversy as the fiduciary rule in the United States. This rule, spearheaded by the Department of Labor (DOL), aims to redefine what constitutes "investment advice" and who qualifies as a fiduciary, with far-reaching implications for the financial services industry and investors alike. And although the US has its own unique characteristics, there's lessons to be learned for other markets, including The Netherlands.

To shed light on this complex topic and gain a deeper understanding of its nuances, we sat down with Michael Kreps, a seasoned lawyer and head of the Retirement Services Group at Groom Law Group. With his decades of experience and deep understanding of the regulatory intricacies, Michael provided invaluable insights into the challenges, implications, and potential consequences of the fiduciary rule.

The term 'fiduciary' means something slightly different in every market. What is your definition of a fiduciary, in the US perspective, and what parties are fiduciaries?

The fiduciary standard of care effectively means that you treat your client's assets as if they were your own. By acting prudently and loyally with respect to the decisions you make for, or on behalf of, the clients. It is an extremely high standard of care. It's, in fact, the highest standard under any law. It is a challenging path to navigate; there's kind of a hornet's nest in there, but it's not impossible.

In terms of parties, it can be asset managers, asset owners or advisors. Institutional investors are typically fiduciaries when they make asset allocation and manager selection decisions. Those managers, in turn, are also often fiduciaries responsible for executing a particular investment strategy and managing assets on a day-to-day basis. And then there's a whole class of parties in the market that have do not have discretionary control over assets and instead act as advisors who take on fiduciary status for the advice that they provide.

In The Netherlands, we have seen, and are currently still seeing, consolidation in the market of fiduciaries, paired with pricing pressure. How is that in the US?

There's been a lot of consolidation over the years for asset managers and for the retirement system at large. Most retirement plans have a record keeper that does the day-to-day work. And those record keepers, often have affiliated investment management arms. As the record keeping industry has



Michael Kreps is the Chair of Groom's Retirement Services Group, where he works with clients on complex retirement and health plan issues. From 2009 to 2017, Kreps served as the Senior Pensions and Employment Counsel for the U.S. Senate Committee on Health, Education, Labor, and Pensions. He currently serves as external general counsel for the Committee on Investment of Employee Benefit Assets and is on the Executive Committee of the Defined Contribution Institutional Investment Association. Kreps holds a J.D. with honors from the George Washington University Law School, a degree from the University of Colorado (with distinction), and a certificate from the Sorensen Institute Political Leaders Program.

consolidated to just a handful of companies, the investment management industry has also consolidated. Over the past decade, the independent advisory groups have started to fill in some of the gaps and have consolidated as well. It's kind of surprising how much consolidation there's been. We used to have hundreds of record keepers, and now only a dozen control 90% of the retirement plan market. And we are likely to see further consolidation down the road.

It's always hard to do record keeping well, it's easy to do it bad, but very hard to demonstrate that you do it well.

It's just nobody wants to pay for it. A lot of the record keepers have supported themselves with revenue from their affiliated asset management and basically given away the record keeping at reduced prices. But as asset management fees have come down over the years the business models just needed some retooling, and the way they've dealt with it is consolidation.

Can you give us an overview of the fiduciary rule and how it came about?

The fiduciary rule has been a long and winding road, with DOL taking the lead in an effort to address concerns surrounding investment advice provided to participants in employer-provided retirement plans, such as 401(k)s.

Traditionally, the definition of "investment advice" hinged on a mutual understanding between the advisor and the client that the recommendations would serve as the primary basis for investment decisions. However, the DOL contends that this narrow interpretation has unnecessarily limited the scope of fiduciary responsibilities, particularly in the context of defined contribution plans and rollover recommendations from employer-sponsored plans to individual retirement accounts.

DOL is particularly concerned that financial professionals sometimes give the impression they are acting in their clients' best interest but then disclaim fiduciary status in the fine print.

The rule aims to shift the emphasis from the mutual understanding between parties to the real-life actions of the advisor. Fiduciary status will hinge on the specifics of the communications between advisers and investors, making it more difficult to determine exactly when an adviser is acting in a fiduciary capacity. The practical effect is that more advisers will be held to a fiduciary standard of care, and there will be a large number of "unintentional" fiduciaries who are deemed to have provided advice but who never intended to be more than a salesman.

It seems like the rule has faced significant opposition and legal challenges from the financial industry. Can you walk us through that?

The fiduciary rule has faced substantial industry opposition and legal challenges since its first proposal in 2010. After an initial proposal during the Obama Administration, subsequent revisions, and a court ruling deeming it inconsistent with federal law, the rule was resurrected by the Biden Administration in a similar form, only to face renewed legal challenges from industry groups.

It's unclear where it will ultimately land. But the practical effect of the rule, if it stays in place, is that a lot more people will be fiduciaries for providing investment advice, and because of that, the financial services industry will have to adjust.

Should the rule survive legal and political challenges, financial institutions will face a multifaceted compliance landscape that could significantly alter the way they operate and provide investment advice.

They will be required to adopt robust policies and procedures to justify investment recommendations, provide clients with explanations prior to transactions, and conduct annual retrospective reviews to assess compliance.

Furthermore, the fragmented regulatory framework in the United States, with multiple agencies overseeing different product types and market segments, adds complexity to the enforcement process. The U.S. has several different regulators that oversee some aspect of retirement savings. A regulator's jurisdiction often turns on the product that is being sold or who they are talking to. This makes it difficult for the regulated community and consumers to determine what consumer protections apply and which government agency is overseeing the conduct.

How might this rule impact asset allocation and innovation within retirement plans?

This is an area of significant concern, particularly for plan sponsors and participants. Historically, the threat of litigation has made employers and plan sponsors averse to higher fees, leading to a concentration in passively managed investment funds and discouraging the inclusion of alternative asset classes like real estate, infrastructure, private equity, and hedge funds.

It is less about government intervention or a government regulation than it is about private litigation. Individuals can bring lawsuits on a class action basis to enforce the fiduciary duties. In the last two decades there have been over 600 lawsuits involving defined contribution plans, alleging that the retirement provider breached their fiduciary duties by selecting investments that were too expensive or underperforming. The fear of lawsuits has disincentivized experimentation and risk-taking, potentially resulting in suboptimal outcomes for participants. There is a lot of innovation on the product design side, especially with respect to lifetime income, but it is difficult to convince fiduciaries to try new things with the spectre of litigation in the background.

This aversion to perceived risk and higher fees could limit the diversification and potential returns for retirement savers, as plan sponsors may be reluctant to explore innovative investment strategies or incorporate alternative asset classes that could enhance long-term performance.

But the fiduciary should act in the best interest of the client rather than to protect its own risks, reputationally or otherwise.

There is a big cost conundrum. A pivotal question looms over the fiduciary rule: Will the additional costs borne by financial institutions – and passed through to consumers – be justified by the improvements in consumer outcomes?

On one hand, there's a risk that consumers could be burdened with higher fees for advisory services they may not necessarily require, potentially leading to suboptimal outcomes. For example, if individuals with relatively simple investment needs are forced into advisory relationships and charged higher fees, it could offset any potential benefits derived from the heightened fiduciary standard.

Conversely, if the heightened responsibilities foster more efficient and effective recommendations, tailored to individual circumstances and objectives, the additional costs could be offset by improved overall outcomes and better long-term performance for investors.

Only time will tell, and we will likely need a decade or more to truly assess the impact. We need careful monitoring and evaluation as the rule takes effect.

The EU and particularly in The Netherlands has a lot of focus on ESG. A motion was filed last week in the house of representatives in The Netherlands that urges pension funds to focus on investment return and forego any activist-like goals. To which the regulator responded that return does not need to come first. How is that in the US?

In the US, the federal legal requirement for fiduciaries can only consider economic factors when analysing investments and making investment decisions for retirement plans. The fiduciary rule proposed by the DOL does not directly address environmental, social, and governance (ESG) investing for retirement plans. However, DOL previously released guidance on how fiduciaries can consider ESG factors when making investment decisions.

Specifically, the rule states that fiduciaries must make decisions based solely on financial considerations relevant to the retirement plan's risk-return analysis. ESG factors can be considered, but only if they present material economic risks or opportunities that qualified investment professionals would treat as proper economic considerations under generally accepted investment theories.

We can only really consider ESG if you can show that it's there as an economic benefit or, at the very least, no economic harm. It is often easy to see the value from good corporate governance because there is data indicating that poor governance practices affect long-term stock price or the value of the investment. It's more challenging to demonstrate the economic impact of social and environmental considerations, though there is a growing body of academic research on the issue.

We see similar trend in the EU. The EU's approach to product approval and review processes (PARP), which mandates financial providers to demonstrate that their products are in the best interest of clients, aligns with the broader push toward heightened fiduciary responsibilities. The new EU pension product (PEPP) is loaded with fiduciary responsibility. What lessons can the Netherlands and the European Union draw from the U.S. experience with the fiduciary rule?

There's a clear trade-off between holding financial institutions to higher standards and the potential increase in costs passed on to consumers. If you raise the responsibility of financial institutions, are the additional costs justified by improvements of outcomes for consumers? It is an important, open question that will require research to better understand.

These challenges are especially apparent in fragmented regulatory environments like the United States, where multiple agencies oversee different aspects of the financial services industry. We have got a whole bunch of different regulators, depending on the product that is being sold or who you're talking to. This highlights the need for coordination and harmonization to ensure consistent application.

In your view, what are the critical factors that will determine the success of these regulatory endeavours, both in the U.S. and internationally?

In my opinion, the success of these regulatory endeavours will hinge on their ability to strike a delicate balance between several key factors.

First and foremost, they must prioritize consumer protection and ensure that the best interests of investors are safeguarded. This involves fostering transparency, accountability, and a heightened standard of care from financial institutions and advisors, while also providing consumers with the tools and knowledge necessary to make informed decisions.

Secondly, there's a need to maintain affordability and ensure that the additional costs associated with heightened regulations don't become prohibitive for consumers, particularly those with smaller investment portfolios or limited financial resources. Striking the right balance between investor protection and accessibility will be crucial.

Lastly, and perhaps most crucially, these regulations must create an environment that enables innovation within the financial services industry. While consumer protection is paramount, stifling creativity and experimentation could ultimately lead to suboptimal outcomes for investors.

Regulations should be principles-based and flexible enough to adapt to rapidly evolving market conditions and technological advancements, rather than rigid rules that could quickly become outdated or hinder the development of new products and services that could benefit investors.

It is a delicate equilibrium, and regulators must carefully consider the potential consequences, both intended and unintended, of their actions.

Fiduciair management: een Nederlandse uitvinding?

Inmiddels kennen we in Nederland sinds ongeveer 20 jaar het concept Fiduciair Management. Waarom is fiduciair management juist in Nederland zo succesvol geworden en juist in het eerste decennium van deze eeuw?

In vergelijking met omliggende landen heeft Nederland al decennialang een pensioenstelsel met een groot vermogen dat in 2024 is ondergebracht bij circa 175 pensioenfondsen. Begin jaren 2000 waren er circa 1000 pensioenfondsen in Nederland, in 2010 nog 600 en op dit moment dus nog ongeveer 175. Deze sterke consolidatietrend werd ingegeven door een besef bij pensioenfondsbestuurders en toezichhouders dat er een zekere minimale omvang nodig is om te kunnen waarborgen dat elk pensioenfonds over een minimum aan kennis, beschikbaarheid van bestuursleden, governance en een maximaal kostenniveau moet kunnen beschikken om de kwaliteit van de pensioenregeling aan deelnemers te kunnen waarborgen.

De discussie over de wenselijkheid en/of mogelijkheid om als pensioenfonds zelfstandig te blijven bestaan werd hier meer gevoerd dan in onze buurlanden wat leidde tot de geschetste, forse consolidatie. De toename in vereisten vanuit wet- en regelgeving, met name gedurende de kredietcrisis in de jaren 2007-2011, versterkten deze trend.

Ook duidelijker waarneembaar dan in omliggende landen was de aandacht voor de 'governance' (in goed Nederlands: bestuur). Er ontstond een breed gedragen besef dat een bestuur moet besturen en zich niet bezig moet houden met de uitvoering en daarmee ook de manier waarop de beleggingsprocessen zijn ingericht. Meer dan in het buitenland werden pensioenbeleggingen in Nederland ingestoken vanuit de verplichtingen, die wettelijk zijn vastgelegd in het FTK in 2007. Deze aanpak vereiste kennis en vaardigheden die verder gingen dan het beoordelen van de performance van een portefeuille ten opzichte van de bijbehorende benchmark.

Een groot deel van de pensioenfondsen realiseerde zich dat zij zelf deze gespecialiseerde kennis niet in huis hadden. Er was ook het besef dat door bundeling van inkoopkracht bij de fiduciair managers, de vermogensbeheervergoedingen lager zouden kunnen worden. Het is cultureel bepaald dat Nederlanders altijd graag gebruik maken van een kans om minder te betalen, dus ook dit droeg bij aan de opmars van de fiduciair managers.

Bovenstaande ontwikkelingen speelden aan de 'vraagkant' van de markt. Als we kijken naar de 'aanbodkant' dan geldt dat de omvang van de pensioenfondsen interessant genoeg was om een fiduciair model op te tuigen. Dit gold zowel voor de commerciële vermogensbeheerders als voor de aan pensioenfondsen gelieerde partijen. Voor de commerciële partijen was het een kans om hun activiteiten te verleggen van de sterk consoliderende ondernemingspensioenfondsen naar, ook, de bedrijfstakpensioenfondsen.

Een vraag die opkomt is: waarom zijn vooral de Nederlandse partijen succesvol gebleken? Aanvankelijk was een aantal buitenlandse partijen, zonder of met een beperkt team in Nederland, succesvol. Na een aantal jaar bleek de Nederlandse markt toch best lastig te zijn voor de buitenlandse aanbieders. Aan de ene hand waren de vergoedingen laag door de grote concurrentie tussen partijen, zeker in vergelijking met die in andere markten. Aan de andere hand waren de door Nederlandse pensioenfondsen gestelde eisen zeer hoog. Deze buitenlandse partijen hadden een of twee fiduciaire mandaten gewonnen en realiseerden zich dat het moeilijk zou zijn om voldoende omvang te bereiken. Hoewel er wel omvang was in internationaal opzicht, waren er voor de specifiek Nederlandse eisen investeringen nodig die met het beperkte aantal Nederlandse klanten niet terugverdiend zou kunnen worden. We zagen dat de buitenlandse aanbieders die geen teams in Nederland hadden zich

terugtrokken uit de Nederlandse fiduciaire markt.

De voordelen die de Nederlandse partijen hebben zijn culturele gelijkgestemdheid, nabijheid en het communiceren en rapporteren in de Nederlandse taal. Allemaal zaken die misschien niet belangrijk lijken in onze internationale en zakelijke wereld maar die sinds circa 10 jaar als van grote waarde geacht worden door pensioenfondsen als het gaat om hun fiduciair manager. Wat ook interessant is in de vergelijking met andere landen is het geringe succes in Nederland van de internationale investment consultants. Een duidelijke verklaring heb ik daarvoor niet. De consultants beschikken immers over adviesvaardigheden (hun kernactiviteit) en manager selectieteams. Wat ontbrak was waarschijnlijk het portfoliomanagement DNA en de operationele vaardigheden die Nederlandse klanten zochten voor het beheer van de totale pensioenfondsportefeuille.

De Nederlandse fiduciair manager heeft in 20 jaar haar plek verworven in het Nederlands pensioenlandschap. Ik zie deze plek niet veranderen in de komende 20 jaar!

Karin Roeloffs

Hoofd Fiduciair Management
Aegon Asset Management



Fiduciair Management onder WTP

Jeroen Wilbrink

INLEIDING

De nasleep van de technology-aandelen crash begin deze eeuw, tevens het startschot voor een twintigjarige periode van dalende rentes en dekkingsgraden, heeft bij veel pensioenfondsen de behoefte doen ontstaan voor professionalisering. Terwijl enkele pensioenfondsen zelf de interne organisatie verder versterkt hebben, hebben andere pensioenfondsen besloten om dit extern aan te besteden.

De organisatorische structuur die bij deze aanbesteding ontstond, kreeg de naam ‘Fiduciair Beheer’ of ‘Fiduciair Management’. Inmiddels is fiduciair management een breed geadopteerde vorm van vermogensbeheer bij pensioenfondsen, die bijdraagt aan een verbeterde governance, een versterkte financiële risicobeheersing en tot slot aan een beter passende invulling van de portefeuilles.

Op 1 juli 2023 is de Wet Toekomst Pensioenen (WTP) ingegaan waardoor Nederlandse pensioenfondsen voor een overgang staan van het huidige FTK naar het nieuwe pensioenstelsel. Pensioenfondsen kunnen hierbij kiezen voor de solidaire pensioenregeling (SPR) of de flexibele pensioenregeling (FPR). In de overgang naar het nieuwe contract zal kapitaal worden toegewezen aan de deelnemers.

De vraag is nu of de overgang naar nieuwe regelingen onder WTP, de behoefte voor een fiduciaire dienstverlening gaat beïnvloeden. Wij verwachten dat onder de nieuwe Wet Toekomst Pensioenen, de rol van systemen, modellen, beleggingskennis en transactie-ervaring steeds crucialer wordt, en daar mee ook de toegevoegde waarde van de fiduciair. De functies die de fiduciair manager vervult, worden feitelijk belangrijker onder WTP. In deze bijdrage beschrijven we de eerste twee secties fiduciair management en WTP. De secties daarna beschrijven we hoe de introductie van WTP de behoefte naar fiduciair management versterkt. Van informatie, communicatie en geldstromen, tot beleggen.

WAT IS FIDUCIAIR MANAGEMENT

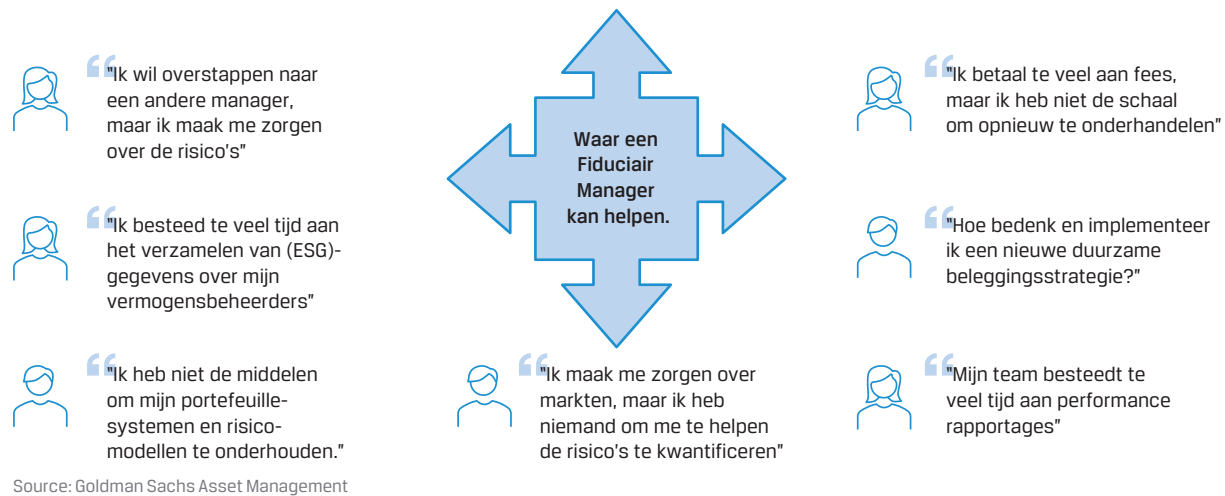
Voordat we kunnen onderbouwen waarom fiduciair management belangrijker wordt onder het WTP, gaan we eerst kijken naar wat ‘Fiduciair Management’ precies inhoudt, en welke rol de fiduciair manager in het huidige stelsel vervult.

De fiduciair manager is feitelijk een verlengstuk van de interne organisatie van het pensioenfonds, waaraan verantwoordelijkheid voor bepaalde activiteiten wordt uitbesteed en waar kennis en ervaring van de fiduciair op alle andere vlakken ter beschikking wordt gesteld van het pensioenfonds; een combinatie van implementatie en kennisdeling.

Jeroen Wilbrink
Lead Portfolio Manager
bij Goldman Sachs
Asset Management



Figuur 1



Grofweg is een drietal redenen aan te wijzen, waarom een pensioenfondsen activiteiten zou willen uitbesteden aan een fiduciary manager:

1. Activiteiten waar de fiduciary manager schaalvoordelen kan behalen.
2. Activiteiten die arbeidsintensief zijn en specifieke kennis vereisen (specialismen).
3. Activiteiten die voor het pensioenfondsen risicovol zijn, en beter belegd kunnen worden bij een vermogensbeheerder.

Het volgende overzicht geeft enkele onderdelen van het pensioenmanagement weer die aan deze voorwaarden voldoen, en daarmee kunnen worden uitbesteed aan de fiduciary.

Figuur 2

OUTSOURCING

Non-core, low upside/impact activities

Economies of Scale	Resource Intensive Processes	Improved Risk Management
• Data gathering • Systems development • Modeling capacity • Fee negotiations (external) managers	• Manager selection and monitoring • Reporting (MIFID, SFDR, etc) • Portfolio management (rebalancing, overlays)	• Trade execution by FM portfolio traders • Transition coordination and execution by FM • LDI, Currency and other risk mitigating strategies

Source: Goldman Sachs Asset Management

Uitbesteding of outsourcing van implementatie stelt het eigen personeel en de bestuurders van het pensioenfondsen in staat om zich te concentreren op activiteiten waar zij zelf de meeste waarde kunnen toevoegen, zoals bijvoorbeeld strategische besluitvorming. De fiduciary ondersteunt deze besluitvorming met vermogensbeheerkennis:

Figuur 3

INSOURCING

Knowledge/Advice on high impact decision-making

Plan Design	Dynamic Asset Allocation	Knowledge Sharing
• Investment policy design • Strategic advice on asset allocation • ESG advisory	• Short and medium-term risk management • Markets knowledge/insight • Scenario testing	• Investment cases • Regulatory developments • Private markets and alternatives

Source: Goldman Sachs Asset Management

De fiduciary manager staat daarmee het pensioenfondsen bij met advies over ontwerp en uitvoering van de beleggingsportefeuille, actuele risico's in de markt en kennisdeling op het gebied van regelgeving, en liquide en illiquide beleggingen. De doelstelling is dat bestuurders goed geïnformeerde besluiten kunnen nemen.

ONDER DE NIEUWE WET TOEKOMST PENSIOEN ZAL DE ROL VAN BELEGGINGS-KENNIS EN ERVARING STEEDS CRUCIALER WORDT, EN DAARMEE OOK DE TOEGEVOEGDE WAARDE VAN DE FIDUCIAIR

Onder het WTP zal de implementatiefunctie van de fiduciary manager en de kennis en ervaring die de fiduciary manager kan brengen naar het pensioenfondsen, een grotere rol gaan spelen.

WET TOEKOMST PENSIOENEN

De invoering van de Wet Toekomst Pensioenen (WTP) komt stap voor stap dichterbij. Pensioenfondsen zijn al enige tijd in gesprek met de sociale partners over onder andere de keuze tussen het solidaire contract (de SPR) en het flexibele contract (de FPR). Enkele pensioenfondsen hebben deze keuze al gemaakt en zijn bezig met de implementatie van die keuze.

De keuze tussen deze twee contractsvormen is veel meer dan alleen een beleggingskeuze, maar heeft potentieel aanzienlijke gevolgen voor (de opzet en samenstelling van) de beleggingsportefeuille, de governance en interne processen van het pensioenfonds en de samenwerking tussen de verschillende partijen.

Ongeacht de contractkeuze, introduceert de Wet Toekomst Pensioenen een nieuw pensioenstelsel waarin pensioenen direct gekoppeld zijn aan beleggingsresultaten. We gaan immers van een systeem van pensioenaanspraken, naar een stelsel van pensioenkapitalen.

HET WTP ZORGT VOOR MEER FOCUS OP COMMUNICATIE EN INFORMATIESTROMEN, EN VOOR MEER FOCUS OP BELEGGEN

Dit betekent niet alleen dat deelnemers directer afhankelijk worden van beleggingsprestaties om pensioenen te waarborgen. Voor pensioenfondsen betekent het ook dat zij de rendementen moeten toedelen aan deelnemers en accuraat inzicht gaan geven in die beleggingen en de bijbehorende rendementen voor de verschillende deelnemers (groepen).

Kortom het WTP zorgt voor meer focus op communicatie en informatiestromen, en voor meer focus op beleggen.

INFORMATIE, COMMUNICATIE EN GELDESTROMEN IN WTP

Een eerste constatering is dat activiteiten die traditioneel vanwege schaalvoordelen werden uitbesteed aan de fiduciair manager, cruciaal worden in het proces, zoals bijvoorbeeld systeemontwikkeling of data en informatie verzamelen. Ook bezigheden die door pensioenfondsen bij fiduciair managers werden ondergebracht om een meer robuust risicomanagement te bewerkstelligen, zoals het uitvoeren van transacties, worden belangrijker. Tot slot worden stappen in het proces zoals bijvoorbeeld communicatie tussen partijen en met de deelnemers meer arbeidsintensief.

Communicatie over waarderingen en andere data onder WTP wordt belangrijker dan onder het FTK, met name omdat het pensioencontract individueler wordt. De tijdigheid van transacties en transactie-informatie speelt een grotere rol in een stelsel waarbij aan individuele deelnemers moet worden toebedeeld, en er komt meer behoefte om toelichting op rendement te verstrekken richting deelnemers. Met een transparantere toelichting richting deelnemer, wordt tevens ook de behoefte aan een zuivere waardering vergroot.

Ook moeten pensioenfondsbestuurders gaan toezien op een meer gefragmenteerde portefeuille. Waar in een FTK-omgeving rapportages gericht waren op de gehele portefeuille zijn in

een WTP-omgeving rapportages meer gericht op de bouwstenen en op de combinatie van maatmens en specifieke life-cycle risicoprofielen. De werkzaamheden worden daarmee complexer, en de afhankelijkheid van de fiduciair manager weer groter.

Individuele life-cycle beleggingsstrategieën vereisen nauwkeurige en real-time data. Het vermogen om data snel en effectief uit te wisselen, zowel intern als met externe partijen, wordt essentieel. De interactie tussen pensioenbeheerder en fiduciair manager gaat substantieel veranderen. Dagelijks zullen transacties, NAVs, en reconciliatiegegevens worden uitgewisseld, waarbij een directe koppeling met het deelnemersportaal mogelijk is. Daarnaast stelt de fiduciair manager de pensioenbeheerder op de hoogte van wijzigingen in de life-cycles. Voor communicatie naar deelnemers zal de fiduciair manager, de pensioenbeheerder periodiek moeten voorzien van uitgebreide en begrijpelijke toelichtingen op de beleggingsresultaten. Op deze wijze kunnen vragen van deelnemers inhoudelijk correct beantwoord worden hetgeen de basis vormt voor een betere dialoog met deelnemers, met als doel om meer draagvlak onder deelnemers te realiseren.

Fiduciair managers beschikken over geavanceerde beleggings- en risicobeheersystemen die pensioenfondsen zelf over het algemeen niet bezitten. Deze systemen bieden real-time data-analyse, risicomanagementtools en rapportagemogelijkheden die cruciaal zijn voor de effectieve uitvoering en monitoring van beleggingsstrategieën. De behoefte om bepaalde processen te outsourcen wordt alleen maar groter.

BELEGGEN IN WTP

Het tweede aspect van fiduciair management is de insourcing van (beleggings) kennis. Daarbij is er een onderscheid tussen beleggen in WTP en belegging in de transitie naar WTP. Bij de eerste categorie staan centraal zowel het ontwerp van de beleggingsportefeuille, als ook beleggingservaring met alle asset categorieën in een DC context centraal. In het tweede geval gaat het met name om advies over de middellange termijn transitie naar die portefeuille en het eventueel dynamisch inspelen op deze transitie.

Met het vervallen van de regels rondom Vereist Eigen Vermogen (VEV), wordt economische optimalisatie van de beleggingsportefeuille nog belangrijker onder WTP. Verder wordt de beleggingshorizon veel langer en de risicopreferenties van de deelnemers worden leidend.

De nieuwe wetgeving legt nadrukkelijker dan in het verleden, de link met het Risico Preferentie Onderzoek (RPO). De vertaling van RPO naar risicohouding en beleggingsbeleid wordt complexer en vereist samenwerking tussen verschillende partijen. Ook de jaarlijkse monitoring van aansluiting bij de risicohouding is van belang waarbij mogelijk het beleggingsbeleid moet worden aangepast of een nieuw RPO moet worden gedaan.

Pensioenfondsen moeten:

- Meer focus leggen op het maximaliseren van rendementen binnen voor deelnemers acceptabele risico's.
- Innovatieve beleggingsproducten (bijvoorbeeld verschillende life-cycles) en -strategieën overwegen.
- Kosten efficiënt beheren om het nettorendement te maximaliseren.

Waar in een DB-omgeving de ALM (Asset Liability Modelling) met name actuarieel gericht was, met een focus op aspecten als indexatieresultaat, kans op onderdekking en impact op premie, is ALM in WTP veel meer gericht op beleggingen: Het optimaliseren van de relatie tussen risico en rendement. De fiduciair manager zal een nadrukkelijke rol in de ALM-advisering gaan vervullen, door de grotere verwevenheid tussen ALM en portefeuillemanagement.

Onder het FTK was de ALM-studie een input-gegeven en was het aan het pensioenfonds of de fiduciair om vervolgens op strategie niveau een Strategische Asset Allocatie (SAA) te ontwerpen. Onder het WTP is de vermogensbeheerfunctie bij het pensioenfonds, eventueel ondersteund door de fiduciair manager, nauwer betrokken bij de ALM-analyses: De SAA van de bouwstenen is belangrijke input voor ALM, en de risicokaders van ALM hebben ook invloed op de wijze waarop bouwstenen worden geconstrueerd.

Ook de rente-afdekking vereist een grotere aandacht van het pensioenfonds. In een SPR-context is een nauwkeurige implementatie van de beoogde rente-afdekking van belang, omdat afwijkingen van het theoretisch rendement aan het overrendement worden toebedeeld en zo tot een herverdeling over leeftijdscohorten leidt. In een FPR-context bestaat de LDI-portefeuille uit meerdere bouwstenen die op basis van de leeftijd van de individuele deelnemer voor een specifiek duratie- en curveprofiel zorgen. In plaats van het monitoren van één LDI-portefeuille, wordt monitoren van deze individuele portefeuilles de hoofdactiviteit. Hiervoor moet een methodiek uitgewerkt worden, die periodiek toetst of het renterisico binnen vooraf door het pensioenfonds vastgestelde bandbreedtes blijft, waarbij er een extra toets toegepast moet worden, of het extra renterisico (het extra risico naast het beleidsrisico dat aanwezig is door niet volledige afdekking van het renterisico) in verhouding tot het zakelijke waarden risico niet te dominant wordt.

Verder leidt de noodzaak voor bouwstenen onder FPR, ook tot verder complexiteit bij het vermogensbeheer. Het opzetten van fondsstructuren inclusief dagelijkse NAV-bepaling van participaties, verwerken van in- en uitstap transacties, compliceert het vermogensbeheer. Dit is een activiteit die in een FTK-omgeving niet van toepassing was, maar voor veel fiduciair managers een kernactiviteit vormt.

Tenslotte gaan keuzes over strategieën en stijlen, maar ook fondsen en fondsvoorwaarden een veel belangrijkere rol spelen. Werkzaamheden waar pensioenfondsen moeten leunen op specialisten en waar de fiduciair manager een grote toegevoegde

waarde kan hebben. Fiduciair managers brengen diepgaande expertise en uitgebreide ervaring in beleggingsbeheer mee. Ze hebben toegang tot gespecialiseerde kennis en zijn in staat om complexe beleggingsstrategieën te ontwikkelen en te implementeren. Dit helpt pensioenfondsen om beter geïnformeerde en strategische beslissingen te nemen.

DE TRANSITIEFASE

Naast de reguliere uitdagingen van het WTP, bestaat er ook nog de uitdaging van de Transitiefase naar het WTP. Terwijl pensioenfondsen gewend zijn om lange termijn te beleggen, ontstaat er door de transitiefase ook een korte en middellange termijn horizon, met bijbehorende risico's voor een pensioenfonds. Korte en middellange termijn beleggen en de implementatie van risico management strategieën, zijn 'core'-competenties van de vermogensbeheer afdelingen van fiduciair managers.

DOOR DE TRANSITIEFASE ONTSTAAT EEN KORTERE HORIZON, MET BIJBEHORENDE RISICO'S. KORTE EN MIDDELLANGE TERMIJN BELEGGEN EN DE IMPLEMENTATIE VAN RISICO MANAGEMENT STRATEGIEËN, ZIJN 'CORE'-COMPETENTIES VAN FIDUCIAIR MANAGERS

In de transitie naar WTP, die uiterlijk op 1 januari 2028 voltooid moet zijn, worden kapitaal en opgebouwde pensioenen toegewezen aan deelnemers, waarbij rekening wordt gehouden met compensatie voor doorsneepremies en de opbouw van solidariteits- of risicodelingsreserves.

Een cruciaal concept binnen deze transitie is de invaardekkingsgraad, het dekkingsgraadniveau waarbij een fonds zonder kortingen kan overgaan naar het nieuwe stelsel. Verder kunnen verschillende cohorten of generaties, positieve of negatieve effecten ervaren door grote bewegingen in markten. Veel pensioenfondsen overwegen strategieën om de dekkingsgraad te beschermen, zoals bijvoorbeeld het dynamisch terugbrengen van risico door renteafdekking te verhogen en aandelenallocatie te verlagen, of het gebruik van aandelenopties. Elke strategie heeft zijn eigen voor- en nadelen. Zo biedt een verhoging van de renteafdekking bescherming tegen renteschokken, maar kan het complexiteit en kosten met zich meebrengen. Aandelenopties kunnen bescherming bieden tegen grote marktbewegingen, maar vereisen vaak een hoger niveau van governance en operationele aanpassingen.

De keuze voor een beschermingsstrategie moet zorgvuldig worden overwogen, rekening houdend met de specifieke situatie en voorkeuren van het pensioenfonds, de risicohouding van de deelnemers, en het huidige wettelijke kader. De uiteindelijke doelstelling is om een soepele overgang te waarborgen en het vertrouwen van de deelnemers te behouden. Bij besluitvorming

en implementatie kan de fiduciair manager een grote rol spelen. De ervaring van de fiduciair manager en relevante kapitaalmarkt en derivaten kennis is cruciaal in de transitiefase.

CONCLUSIE

De overgang naar het nieuwe pensioenstelsel onder de Wet Toekomst Pensioen benadrukt de noodzaak voor pensioenfondsen om hun beleggingskennis en ervaring te verdiepen. Waar in de afgelopen jaren, de toegenomen complexiteit heeft geleid tot een groei in de adaptatie van fiduciair beheer, zal de toename in complexiteit onder WTP in onze visie leiden tot een intensievere samenwerking tussen pensioenfondsen en hun fiduciair manager. WTP versterkt de behoefte onder pensioenfondsen voor zowel insourcing van kennis, als outsourcing van processen.

Pensioenfondsen die nog niet zijn overgestapt op fiduciair management, zullen moeten investeren in geavanceerde systemen voor data-uitwisseling en portefeuille management om optimaal te kunnen profiteren van marktkansen en risico's effectief te beheren. Het wegvallen van de VEV-regels maakt economische optimalisatie van de beleggingsportefeuille nog crucialer, waardoor pensioenfondsen meer dan ooit afhankelijk zijn van hun vermogen om pensioenen te maximaliseren binnen de nieuwe wettelijke kaders.

Fiduciair managers bieden gedegen oplossingen voor de toegenomen complexiteit zowel bij de voorbereiding op als na de transitie naar WTP. Allereerst is er de verhoogde invloed van de ALM-advisering en de wijze waarop de strategische asset allocatie van de bouwstenen wordt geconstrueerd. Verder vergt de nieuwe methodiek van de rente afdekking aandacht.

Beleggingsrisico's zijn namelijk direct van invloed op de pensioenen van deelnemers. Fiduciair managers zijn bedreven in risico-beheer en kunnen geavanceerde technieken gebruiken om de nieuwe ontstane risico's te identificeren, te meten en te beheersen. Ook zullen keuzes over strategieën en stijlen, fondsen en fondsvoorwaarden een veel belangrijkere rol spelen. Tot slot leidt de noodzaak voor bouwstenen onder FPR tot de behoefte aan de expertise van de fiduciair manager.

FIDUCIAIR MANAGERS ZIJN BEDREVEN IN RISICOBEBEER EN KUNNEN GEAVANCEERDE TECHNIEKEN GEBUIKEN OM RISICO'S TE IDENTIFICEREN, TE METEN EN TE BEHEERSEN. DIT IS VOORAL BELANGRIJK IN HET KADER VAN DE NIEUWE WET TOEKOMST PENSIOEN, WAAR BELEGGINGSRISICO'S DIRECT VAN INVLOED ZIJN OP DE PENSIOENEN VAN DEELNEMERS

Fiduciair management biedt pensioenfondsen de mogelijkheid om hun beleggingsstrategieën te professionaliseren door toegang te verschaffen tot gespecialiseerde kennis, geavanceerde systemen, en een breed scala aan beleggingsmogelijkheden. Dit alles draagt bij aan een betere risicobeheersing, naleving van regelgeving en kostenbesparingen, wat uiteindelijk resulteert in een efficiënter en effectiever beheer van pensioenvermogens onder de nieuwe Wet Toekomst Pensioen.

Integraal of gekoppeld: Herverzaffing ontzaffing 2.0

GAAN WE DE KOMENDE JAREN EEN HERZAFFING ZIEN OF EEN EXTRA STAP ONTZAFFING?

Twee decennia geleden zagen we ontzaffing ontstaan: De pensioenfondsen en de pensioenuitvoeringsorganisaties gingen als aparte entiteiten verder. Tegelijkertijd deed fiduciair management haar intrede, later gevolgd door het ontkoppelen van vermogensbeheer en fiduciair beheer. Het pensioenfonds is statutair eindverantwoordelijk voor de volledige uitvoering, maar besteedt de pensioenuitvoering uit aan de pensioenuitvoeringsorganisatie (PUO) en vermogensbeheer aan de fiduciair manager (FM).

Door de introductie van de Wet toekomst pensioenen (Wtp) staat dit model op een kruispunt. Immers, de Wtp introduceert individuele pensioenvermogens die van tijd tot tijd veranderen met ontwikkelingen in de kosten, biometrische resultaten en beleggingsresultaten volgens een ex ante gedefinieerde wijze. Een wijze waar het beleggingsbeleid "in ieder geval afhangt van de risicohouding per leeftijdscohort" (art. 1.1 en 10a.4 van pensioenwet) en waarbij "het niet is toegestaan om het risico van een belegging toe te delen aan een deelnemer, gewezen deelnemer of pensioengerechtigde en de bijbehorende risicobeloning van deze belegging toe te delen aan een andere deelnemer, gewezen deelnemer of pensioengerechtigde." (art. 1d besluit uitvoering pensioenwet). Het beleggingsbeleid is dus gedefinieerd per leeftijd en doelgroep, en de manier waarop de beleggingen van tijd tot tijd worden beheerst hangt af van het vermogen per deelnemer. In het FTK is er geen relatie tussen (veranderingen in) het deelnemersbestand en de werkelijke beleggingen. Onder de Wtp zijn de beleggingen juist gekoppeld aan het deelnemersbestand. Het vermogensbeheer staat onder FTK los van de PUO. Kan dat straks onder Wtp blijven? Dit is de vraag waar alle pensioenfondsen nu mee bezig zijn. Hoe ziet de uitvoeringsketen er straks uit? Wat is het passende target operating model? Betekent de inhoudelijke afhankelijkheid van beleggingen en de deelnemersdata dat er een geïntegreerde keten moet komen?

En betekent een geïntegreerde keten dat de uitvoeringsorganisaties dichter bij elkaar moeten komen? En wellicht zelfs in één organisatie moeten worden ondergebracht? Een soort *herverzaffing*? De heersende opinie lijkt een integratie van diensten te zijn, in de een of andere vorm. Als belegger leer je om contrair te denken (mijn vrouw noemt het 'koppig'). Kan het ook anders? Zou de Wtp kunnen leiden tot verdere specialisatie en tot sterke, maar dunne koppelvlakken? Een gekoppelde keten in plaats van een geïntegreerde keten? Een *ontzaffing 2.0*? Immers, data-uitwisseling en samenwerking is complex, en juist complex binnen grote organisaties, waar verantwoordelijkheden diffuus kunnen zijn en aansturing gecompliceerd wordt door bestuurslagen. Een gekoppelde, maar niet geïntegreerde keten heeft het voordeel dat het pensioenfonds volledig in control is. En dat de koppelvlakken het pensioenfonds in staat stelt om de best in class dienstverleners te selecteren voor elk onderdeel van de keten. En dat geldt ook voor de fiduciair manager. Fiduciair management bestaat in mijn definitie uit een vijftal onderdelen: i) Fiduciair beheer, ii) advies over manager selectie/evaluatie/de-selectie iii) ESG-advisering & implementatie iv) advies over portefeuilleconstructie en v) LDI-advisering en aansturing. Fiduciair beheer volgt in Wtp uit de koppeling van het individueel vermogen met de bijbehorende beleggingen. Een rol die niet logisch past bij de huidige fiduciair

beheerders en eerder aansluit bij een middenfunctie of custodian. Wat het mogelijk maakt om de overige onderdelen van de dienstverlening bij specialistische partijen te brengen. Is er dan nog één fiduciair manager nodig? En maakt een ont-koppelde keten de onderdelen van fiduciair management commercieel interessanter voor de (vertrokken of nog niet toegetreden) buitenlandse vermogensbeheerders en investment consultants?

De andere kant van de medaille is dat de mogelijkheden van de gekoppelde keten vragen dat het pensioenfonds de hiertoe benodigde kennis in huis heeft (zoals bij verzekeraars en PPI's) en daadwerkelijk de 'control' moet uitvoeren. De fiduciair manager heeft deze kennis in huis, en kan als echte fiduciair – acterend in het belang van de klant – juist deze rol op zich nemen. Wat is de toekomst van de fiduciair? Een gebundelde dienst of een specialistische? Zien we een herverzaffing of nieuwe ontzaffing? De toekomst zal het uitwijzen. Saai wordt het in ieder geval niet!

Tjitsger Hulshoff is expert op het vlak van pensioen en beleggen. Hij schrijft dit artikel op persoonlijke titel.



Hoe meetbaar is de toegevoegde waarde van de fiduciair?

Arjan Gort, David Janssen en Bas Leerink RBA

INLEIDING

De CFA Society Netherlands Commissie Investment Performance Measurement (IPM) neemt u graag mee in een terugblik op de ontwikkeling van performance measurement sinds de introductie van het fiduciaire model bij pensioenfondsen in het begin van de jaren 2000 en de uitdagingen bij het kwantificeren van de toegevoegde waarde van de fiduciair.

De commissie Investment Performance Measurement (IPM) is onderdeel van de CFA Society Netherlands en heeft als doel om kennis over performance measurement en -analyse te bevorderen en te verspreiden. De commissie richt zich daarom onder meer op het onderzoeken en delen van best practices op dit gebied, waaronder het gebruik van de Global Investment Performance Standards (GIPS®) van CFA. Deze standaarden bieden een uniforme aanpak voor het berekenen en presenteren van beleggingsrendementen, om deze zo te kunnen evalueren en vergelijken.

Hoewel de basis van het meten en presenteren van beleggingsrendement de afgelopen twee decennia niet is veranderd, zien we dat de verhouding tussen pensioenfondsen en hun fiduciair beheerders hier wel invloed op heeft gehad. In dit artikel gaan we in op een aantal ontwikkelingen die de afgelopen twee decennia de revue gepasseerd zijn en bekijken we hoe de GIPS performance standaarden aansluiten op het fiduciaire model.

DE (BEPERKTE) WAARDE VAN (OUT)PERFORMANCE

Als eerste valt op dat pensioenfondsen – en hun fiduciairs – sinds het begin van deze eeuw kritischer zijn gaan kijken naar gerealiseerd (over)rendement. In hoeverre is overrendement het resultaat van de toegevoegde waarde van de fiduciair?

MEENEMEN VAN DIVIDENDBELASTING BINNEN DE BELEGGINGSCATEGORIE AANDELEN

Bij het presenteren van netto rendementen van aandelenportefeuilles houden benchmarkproviders zoals MSCI rekening met belastingen zoals een individuele belegger uit een bepaald land die zou betalen. Echter, pensioenfondsen kunnen vanwege hun juridische status vaak rechtstreeks dividendbelasting terugvorderen van buitenlandse belastingdiensten. Dit betekent dat het effect van de dividendbelasting op het rendement van het pensioenfonds anders is dan voor individuele beleggers. Dit verschil kan oplopen tot enkele tientallen basispunten per jaar.

Rond 2010 ontstond er discussie over de vraag of het accuraat is om het netto rendement van pensioenfondsen af te zetten tegen een ‘standaard’ netto benchmark. Naar aanleiding van deze discussie hebben Nederlandse pensioenfondsen en hun fiduciairs uiteenlopende acties ondernomen.

Arjan Gort CFA

Financieel risicomanager bij bpfBOUW



David Janssen CFA

Zelfstandig adviseur op het gebied van financieel risico en rendement voor institutionele beleggers



Bas Leerink RBA

Teamleider Global Implementations Investment Performance Solution bij Ortec Finance



De meest voorkomende oplossing is het gebruik van aangepaste benchmarks: in plaats van een standaard ‘netto’ benchmarks zoals die van MSCI te gebruiken, hebben de grote Nederlandse pensioenfondsen aangepaste benchmarks laten ontwikkelen die rekening houden met de belastingen zoals zij die als Nederlands pensioenfonds betalen.

Andere (kleinere) pensioenfondsen hebben ervoor gekozen om in hun rapportage aan te geven welke belastingen zijn meegenomen in de performance van de portefeuille en die van de benchmark en hoe deze belastingen van invloed zijn op het gerapporteerde rendement.

OPBRENGSTEN UIT SECURITIES LENDING

Een ander voorbeeld is het meenemen van de opbrengsten van securities lending als onderdeel van het totale beleggingsrendement. Securities lending is een praktijk waarbij beleggers hun effecten tijdelijk uitlenen aan andere partijen in ruil voor een vergoeding. De effecten worden geleend door zakenbanken of hedge funds die deze nodig hebben om aan hun eigen handelsactiviteiten of shortposities te kunnen voldoen. Voor grote institutionele beleggers zoals pensioenfondsen kunnen de opbrengsten vanuit securities lending een significante bijdrage leveren aan het totale beleggingsrendement. Deze opbrengsten kunnen oplopen tot enkele basispunten op jaarbasis.

Bij het vergelijken van het rendement van een fonds met een benchmark, werd het opnemen van securities lending-opbrengsten steeds vaker ter discussie gesteld. Immers, het hoeft niet misleidend te zijn om deze opbrengsten mee te nemen, maar dan moet wel duidelijk gemaakt worden waar dit extra rendement vandaan komt en het extra risico dat dit met zich meebrengt ook expliciet gemaakt worden.

BEPERKTE VERANTWOORDELIJKHEID VAN DE FIDUCIAIR

De fiduciër kan niet voor de gehele performance van een pensioenfonds verantwoordelijk worden gehouden. Ten eerste worden niet alle adviezen overgenomen door het bestuur. Daarnaast kan een portefeuille door marktbeveging uit balans raken zonder dat (snelle) bijsturing mogelijk is; kijk maar naar de overveving van illiquide beleggingen bij pensioenfondsen sinds de recente rentedalingen. Tot slot zegt het rendement niet alles: het rendement van Nederlandse pensioenfondsen wordt zwaar beïnvloed door de (mate van) renteafdekking. Een negatief rendement kan dan nog best positief uitpakken voor een pensioenfonds dat de dekkingsgraad ziet stijgen door een rentestijging. De vraag is of, en zo ja hoe je een fiduciër beheerder kunt afrekenen op het rendement van de portefeuille?

GIPS-STANDAARDEN BIEDEN FLEXIBILITEIT

De GIPS-standaarden bieden ruimte voor het opnemen van verschillende rendementsberekeningen; voor de eerder genoemde voorbeelden kunnen dan ook uiteenlopende oplossingen gekozen worden. Tegelijkertijd verplichten de GIPS standaarden tot duidelijke en transparante disclosure van de verschillende inkomens- en kostencomponenten van de gepresenteerde rendementen. Dus als opbrengsten van securities lending in

de portefeuille meegenomen worden, terwijl deze niet in de benchmark zitten, dan mag dat, mits er wel duidelijk vermeld wordt dat dit een verschil is tussen de portefeuille en de benchmark, zowel in rendement als risicoprofiel.

SLUIT AAN BIJ ALGEMENE BEWEGING RICHTING PASSIEF BELEGGEN

De eerder genoemde kritische benadering van outperformance en alpha sluit aan bij de manier waarop Nederlandse pensioenfondsen in de afgelopen tien tot twintig jaar hun actieve mandaten binnen liquide markten (aandelen en obligaties) zijn gaan heroverwegen. Deze heroverweving komt voort uit de focus van pensioenfondsen op kostenreductie, concentratie op asset liability matching (ALM) en risicomanagement en hun streven naar transparantie en eenvoud in beleggingsstrategieën. Al met al heeft dit geleid tot een verschuiving richting passief beleggen als een eenvoudige aanpak met lage beheerskosten om de strategische doelstellingen van het pensioenfondsen te realiseren.

REGELGEVING & STANDAARDEN

Z-SCORE

In Nederland biedt de Z-score een publiek toegankelijke wijze om de performance van pensioenfondsen te vergelijken. De Z-score is een voor risico gecorrigeerde performancemaatstaf die aangeeft hoeveel beter of slechter het rendement van een pensioenfonds is ten opzichte van zijn benchmark. De Z-score geeft daarmee indirect enig zicht op de kwaliteit van de fiduciër die het pensioenfonds adviseert. De Z-score maakt onderdeel uit van de Vrijstellings- en Boetebesluit Wet Bpf 2000, die van kracht is voor verplicht gestelde bedrijfstakpensioenfondsen.

De Z-score geeft een soort Information Ratio: een voor risico gecorrigeerde maatstaf die aangeeft hoeveel het rendement van een pensioenfonds afwijkt van een zelf gekozen benchmark. In feite is de Z-score een maatstaf voor de kwaliteit van uitvoering van het beleggingsbeleid. Blijft een pensioenfonds over een periode van 5 jaar teveel achter bij deze benchmark, dan kan een werkgever onder de verplichtstelling uit. De zelf gekozen benchmark bestaat uit een mix van publiek beschikbare beleggingsindices voor de verschillende beleggingscategorieën.

Indien er geen representatieve benchmark beschikbaar is, kan een rentebenchmark met opslag (bijvoorbeeld: EURIBOR + 100 bps) gehanteerd worden. Dit laatste is een groot manco van de Z-score: voor de meeste illiquide beleggingscategorieën is geen publieke herbeleggingsindex beschikbaar. In de praktijk hanteren pensioenfondsen verschillende soorten benchmarks voor hun vermogensbeheerders binnen illiquide categorieën: een manager universum waarbij achteraf een soort peer-group wordt gevormd, of een brede marktindex of rentebenchmark, al dan niet met een opslag voor illiquiditeit. Een manager universum geeft nog enig zicht op de kwaliteit van uitvoering, maar een marktindex of rentebenchmark zegt weinig over de prestatie van de vermogensbeheerder.

Illiquide beleggingen maken het daarom moeilijk om de totale outperformance van een pensioenfonds te beoordelen. Dit speelt nog meer in de Z-score waar de wetgever beperkende eisen stelt aan de gehanteerde benchmarks. Daarnaast doen private beleggingen het in de regel beter dan een rentebenchmark, zeker over de langere termijn. Dit geeft fondsen (en dan met name de grotere) met de mogelijkheid om in private markten te investeren een voordeel, waardoor de kleinere fondsen op achterstand worden gezet.

Ontwikkelingen zoals duurzaam beleggen en een toename van private markten beleggingen hebben niet tot aanpassing van de wet geleid: deze is al jarenlang gelijk. Nu de Wtp van kracht is wordt wel gekeken hoe de Z-score hierin mee kan gaan.

Het is de vraag hoe bruikbaar de Z-score is voor het beoordelen van de fiduciair. De Z-score meet de kwaliteit van uitvoering van het beleid. De fiduciair heeft waarschijnlijk meer invloed op het (beleggings-)beleid dan op de uitvoering daarvan. Hoewel de fiduciair een belangrijke rol heeft in de monitoring van dit beleid, blijft het bestuur van een fonds eindverantwoordelijk en bepalen externe vermogensbeheerders voor een groot deel de alpha.

INTERNATIONALE STANDAARDEN

De vergelijkbaarheid van de uitvoering van mandaten is niet alleen binnen Nederland een belangrijk thema dat performance meters bezighoudt. Zo is het thema internationaal opgepakt vanuit de CFA society. In het begin van de 21ste eeuw ontstonden in verscheidene landen initiatieven voor standaarden om behaalde beleggingsrendementen te meten en rapporteren. Vanuit het CFA is vervolgens gestimuleerd om hier een globale standaard van te maken in de vorm van de Global Investment Performance Standards (GIPS).

In eerste instantie gebeurde dit in lokale 'country versions' van GIPS, waarbij de Nederlandse versie (de CFA Society Netherlands Performance Presentatie Standaarden 2003) vanaf 1 januari 2003 effectief waren. Later werd er één globale standaard van gemaakt, met grote revisies in 2006, 2010, en de meest recente in 2020. Dit heeft geleid tot een set van volwassen standaarden die nu wereldwijd gehanteerd worden voor de berekening en presentatie van performancecijfers. Daarnaast voorzien de standaarden in minimale disclosures die door de beheerder moeten worden verstrekt in een performance presentatie.

De standaarden hebben geen statisch karakter; zij worden continu verbreed en verdiept als gevolg van internationale ontwikkelingen en vragen vanuit de industrie. Deze aanpassingen komen naar voren in de vorm van guidance statements en behandelen een specifiek onderwerp zoals benchmarks, overlay strategieën of gebundelde vergoedingen (wrap fees).

Waar de standaarden zich in het verleden met name richtte op de Asset Management industrie, is er in de afgelopen jaren duidelijk meer aandacht gekomen voor de achterliggende institutionele investeerders. Dit heeft zich geuit in de introductie

van de GIPS voor Asset Owners als onderdeel van de revisie in 2020. Daarnaast is er in het Verenigd Koninkrijk een GIPS standaard voor Fiduciaire Managers voor UK Pension Funds ontwikkeld die overeenkomt met lokale wetgeving en wordt er gewerkt aan een GIPS voor Outsourced Chief Investment Officers.

ESG ALS NIEUWE DIMENSIE IN PERFORMANCE METING

In het afgelopen decennium hebben institutionele beleggers meer oog voor hun maatschappelijke impact. Naast het behalen van rendement, zetten ze doelstellingen op de impact op het klimaat, sociale aspecten en de governance van de beleggingen die ze bezitten. Dit vertaalt zich in een additionele dimensie (naast risico, rendement en kosten) waarop de fiduciair stuurt en monitort.

De impact van uitsluitingenbeleid op het financiële rendement wordt tegenwoordig vaak gemeten, bijvoorbeeld door uitsluitingen ook in een benchmark te verwerken. De impact van insluitingenbeleid en impactbeleggen op het rendement is lastiger te meten en daardoor ook wat minder gangbaar. Andere activiteiten om de ESG-doelstellingen te bereiken, denk aan engagement, hebben geen direct meetbare impact op het financieel rendement van het fonds. Er is namelijk geen benchmark waar deze engagement niet heeft plaats gevonden om het mee te vergelijken.

De rol van de fiduciair in de implementatie van ESG-doelstellingen verschilt per fonds. Het is al lastig om de impact van het ESG beleid op het rendement te meten, maar het is nog lastiger om de toegevoegde waarde van de delen van het beleid waar de fiduciair voor verantwoordelijk is, geïsoleerd te meten. Dit zorgt ervoor dat het zo goed als onmogelijk is om de toegevoegde waarde (op het behaalde rendement) die fiduciairs behalen met ESG activiteiten op dit gebied te vergelijken.

Een logisch gevolg hiervan is dat er steeds meer belangstelling is voor ESG metrics. Hierbij is de uitstoot van koolstofdioxide een maatstaf die vooroploopt en al door veel fondsen gemeten wordt. Andere maatstaven zijn minder toegankelijk. Ook de regelgever heeft oog voor deze trend en leidt dit in banen door middel van de SFDR-regelgeving voor de financiële industrie. Onderdeel hiervan is een verplichte classificatie van fondsen op ESG gebied en een verplichte rapportage van verschillende ESG-maatstaven op jaarlijkse basis.

De verwachting van de commissie is dat deze trend niet om zal draaien en dat ESG aspecten naar de toekomst toe steeds belangrijker worden. In hoeverre hoort dit thuis binnen de 'reguliere' performance measurement afdeling?

Naast regelgeving is er ook vanuit de markt het initiatief gekomen om standaarden te ontwikkelen voor de rapportage over ESG gerelateerde informatie. Dit initiatief komt vanuit het CFA; deze standaarden volgen een vergelijkbare opzet als de GIPS standaarden en zijn eveneens op vrijwillige basis te adopteren.

CONCLUSIE

Sinds de introductie van het fiduciair model aan het begin van deze eeuw zijn er veel ontwikkelingen geweest op het gebied van performance measurement. Zo heeft accuraat en zuiver performance measurement inzichtelijk gemaakt dat een deel van het totale rendement, zoals de dividendeffecten en securities lending, niet direct als outperformance aan fondsbeheerders kan worden toegeschreven.

De Z-score meet de kwaliteit van uitvoering van het beleid, maar is niet meegegroeid in de ontwikkelingen van de afgelopen decennia; de bruikbaarheid van de Z-score voor het beoordelen van de uitvoering van beleggingsbeleid is daarmee zeer beperkt.

Het meten en onderling vergelijken van fiduciairs blijft lastig gegeven de beperkte verantwoordelijkheid van de fiduciair. Nieuwe initiatieven zoals de GIPS standards voor asset owners

zijn een stap in de juiste richting, maar het blijft belangrijk om te beseffen dat de opbouw van het deelnemersbestand en het gekozen rentebeleid uiteenlopen; een zinnige vergelijking van rendementen van pensioenfondsen is daardoor zeer uitdagend.

Naar de toekomst toe zien we steeds meer vraag naar een '3D' evaluatie van performance; de klassieke maatstaven voor rendement en risico, aangevuld met nieuwe maatstaven op het gebied van ESG. Op dit moment buigen veel institutionele beleggers zich over de vraag hoe ze impact beleggen het beste vorm kunnen geven; het meetbaar maken van de gerealiseerde effecten lijkt vroeg of laat concreter gemaakt te moeten worden. De commissie ziet hier mogelijkheden om vanuit het performance measurement vakgebied waarde toe te voegen vanuit de ervaring met meten, verklaren en rapporteren.

How to run sustainable ETFs

Sabrina Giagheddu

INTRODUCTION

Investors want more than just financial returns; they are looking for portfolios aligned with their values. This is mostly why asset managers in the Exchange-Traded Fund (ETF) industry are in the spotlight these days when it comes to the implementation of the Sustainable Finance Disclosures Regulation (SFDR), an essential component of the EU Sustainable Finance agenda and the offering of sustainable products.

But what is the role of the Asset Managers? They certainly must have a good understanding of the current regulation, how in particular the SFDR affects them and the investors, yet they also need to evaluate how the entire value chain is affected. This may be the only path towards achieving the actual goals of the Sustainable Finance and the Green Deal and helps to ensure a compliant environment, while avoiding greenwashing. Arriving at this understanding is no simple task for asset managers.

This article will explore how ESG factors are integrated in investment vehicles, especially in ETFs, and how sustainability is currently (chaotically) regulated in Europe. It will finally provide some insights on how a compliant and supportive sustainable set-up, particularly for ETF, can be implemented in practice.

SUSTAINABLE INVESTMENTS AND ETFS PROVIDERS' CHALLENGES

Addressing global challenges and personal objectives while seeking to achieving financial returns is lately the goal of different asset classes such as stocks, bonds, mutual funds, (passive/active) ETFs, and alternative investments, such as venture capital and private equity.

When searching for sustainable investments, investors not only can look at regular investment funds (such as mutual funds), which are actively managed,¹ but also at the other asset classes mentioned above.

In particular, passive ETFs have grown rapidly in popularity over the past 10 years. These financial instruments seek to replicate the performance of an underlying index. Therefore, where it comes to the integration of environmental, social or governance factors into the decision-making process, the role of the index provider is crucial. If an index lacks specific sustainability characteristics, the corresponding ETF will also not feature them. Therefore, it is important for asset managers to engage with the index provider as early as the first steps of the product development process and evaluate, review and, where necessary, request to modify sustainability and ESG-related screening criteria of the index methodology. Ultimately, as per

European regulation, ETF providers and asset managers retain the ownership and responsibility on the sustainable products they offer. This means that, even if the ETFs try to replicate as closely as possible an index, and the index providers comply with regulatory requirements related to sustainability, the asset managers are anyway the ones in scope of the SFDR and the ones in charge of their sustainable products, the related claims and the related reports.

Other than this, index providers use proprietary or third-party ESG data to evaluate and score companies to be included in the underlying index, which can of course differ from the ESG data used by the asset managers of the ETFs. This leads to divergences in the reporting the ESG teams are responsible for. Furthermore, it is a common complaint especially from both renowned as well as smaller ETF providers, that sources, availability and reliability of ESG data is a limitation and cause for confusion for asset managers and for investors as well. In terms of SFDR implementation, the general approach to

Sabrina Giagheddu
Senior Legal Counsel, ESG & Sustainability at VanEck (Europe) GmbH



this issue has been to rely on the “best” ESG data providers. However, market participants across Europe are all now waiting for the upcoming regulation on ESG ratings, which (hopefully) will ensure transparency and detailed descriptions of the methodologies used for rating activities.²

ESG teams’ biggest struggle in the last years has been to understand and apply a common definition of ‘sustainability’ and the implementation of the ever evolving regulation around it.

UNLOCKING THE COMPLEXITY: STRATEGIES FOR NAVIGATING THE SUSTAINABILITY REGULATION

Late 2023 headlines from Ignites Europe, a Financial Times news service covering the asset management industry in Europe, among others, included the following: “EU sustainable investment threshold in doubt”, “EU SFDR overhaul plans threaten article eight fund status”, “‘Inconsistent’ and ‘contradictory’ screening found in sustainable fund status”, “Brussels considers overhaul of SFDR” and “Sustainable funds drop ‘sustainable’ from their name”.³

European regulators have slackened the pace of drafting a plethora of additional guidelines and resolutions, including the Central Bank of Ireland (CBI), with its leading role in the ETF industry, which published an Information Note – “Sustainable finance and the asset management sector: Disclosures, investment processes & risk management”⁴ –, or the Dutch Authority for the Financial Markets (AFM), which recently published its “Guidelines on Sustainability Claims”,⁴ to promote the transparency and accuracy of sustainability information disclosures.

IS THE INDEX PROVIDER OR THE ASSET MANAGER RESPONSIBLE FOR THE SUSTAINABILITY CLAIMS

At the same time, in order to provide financial market participants with specific guidance on the matter, the European Securities and Markets Authority (ESMA) is publishing its final “Guidelines” on funds’ names using either ESG – (Environmental, Social and Governance) or sustainability-related terms.

The status quo can most aptly be summarized in three words: Work in Progress. Financial market participants are struggling to understand how to reach full compliance with the current framework, while also trying to address the major challenges of, and deficiencies in, the relevant regulations. Most importantly, they are waiting for clearly-defined directions from the European regulators and member state authorities, to be able to adapt their practices to “sustainability”.

It is important to find a way through the jungle of running, maintaining, and managing sustainable investment funds and implementing the related legal, operational and risk requirements. Also, navigating through the ESG “shoal” of regulations and updates requires constant effort on the part of all those involved, whether you manage ETFs, mutual funds, insurance products or managed/separate accounts. After some years of dealing with the seemingly endless succession of ESG-related regulations and different approaches to the sustainable investments world, especially in the passive ETF area, here are some experience-based considerations for other asset manager’s legal departments, which could probably also be applied for other asset classes and products:

- 1. Be up-to-date and responsive:**

Being informed on the latest ESG-related regulations in different jurisdictions, as well as being responsive to regulatory updates, guidelines and industry practices, is the most important aspect. Up-to-date research on ESG and sustainability matters, together with participation in the relevant meetings, webinars, workshops offered by regulators and other industry’s events are key.
- 2. Conduct due diligence and monitor ESG service providers:**

Careful supervision of third-party service providers’ systems, processes and sub-contractors helps to mitigate potential legal and reputational risks. In order to provide stakeholders with accurate information, it is the responsibility of the asset managers not only to ensure the precision and reliability of the ESG data used to tailor their products, but also to monitor that the ESG service providers pursue proper processes and methodologies.
- 3. Assess materiality and mitigate sustainability risks:**

The assessment of ESG issues, whose materiality varies by industry and sector, regulatory environment and several other factors, requires deep understanding and the involvement of the asset managers’ senior management. In addition to protecting shareholders and the best interests of the company, the board of directors is also ultimately responsible for the company’s and its products’ claims around materiality and sustainability. Also, incidents related to sustainability integration could affect the reputation of a company, as prominent examples have recently shown, impacting its market value and, at the same time, the returns for the investors.
- 4. Appropriately allocate resources and provide training to the relevant departments:**

Allocating in-house resources and establishing a dedicated ESG team, department, or committee, can both help ensure awareness, expertise and responsibility within an asset manager’s structure and help support its different ESG initiatives. Additionally, it is essential to develop and commit to internal policies and procedures, besides providing periodic and *ad hoc*

training to the different departments in order to have a common and comprehensive understanding of the asset manager’s sustainability approach.

5. Report regularly:

An accurate ESG reporting framework enhances transparency and credibility and regular reports on ESG issues, other than being a regulatory requirement nowadays, are important for meeting investors’ and intermediaries’ expectations and facilitating external feedback. This may lead to a quality improvement with regards to the integration of sustainability factors in the decision-making process.

6. Conduct periodic reviews:

Continuing or regular gap analysis of products versus policies and procedures allow for a timely identification of areas where improvements or adjustments are needed and a prompt alignment, and compliance of the strategies, with the most relevant and up-to-date ESG regulatory requirements and best practices. Considering the frequency with which new ESG issues and concerns arise, periodic internal reviews allow material ESG risks and opportunities to be promptly identified and addressed, while proving good governance.

7. Implement suitable policies and procedures:

Exhaustive policies and procedures which address how the asset manager identifies, assesses and mitigates ESG risks, as well as how it develops and monitors ESG-related opportunities, can help demonstrate its commitment to seeking, achieving and maintaining the highest standards of integrity and transparency on all relevant ESG matters in a responsible way. These policies and procedures serve as the basis for a structured approach to sustainability factors and its integration into the company’s philosophy and processes.

8. Engage with stakeholders:

Meeting and interacting with clients, employees and other stakeholders is of great importance for understanding their perspectives on sustainability issues, as well as their concerns and expectations. Feedback can help shape internal decisions

and strategies and build collaborative and trusted partnerships. Engagement demonstrates commitment to sustainability and might enhance the trust and credibility of a company with stakeholders, including customers, investors, employees and the community.

CONCLUSION

In my opinion, each piece of the puzzle contributes to the overall understanding of the EU strategy and the practical implementation of the provisions set by current regulations. However, determining an actual sustainability approach in the ETF industry is a strategic decision that needs senior management’s attention, understanding and support. Only with this support the SFDR implementation will achieve its ambitious goals of improving transparency around sustainable investment products and claims, and preventing greenwashing.

In conclusion, complying with the ever-evolving regulatory landscape is crucial. Nonetheless, the accurate integration of sustainability factors into financial market participants’ strategies must not be seen by asset managers only as a compliance exercise, but also as a significant means of embracing the most important current global challenges, by efficiently enabling the allocation of financial resources into investments which promote positive environmental, social, and economic outcomes.

Notes

- 1 meaning that the portfolio managers directly select securities based on research, data, and market predictions.
- 2 The European Commission formulated a proposal to regulate the transparency and integrity of ESG rating activities. The aim, as outlined in the proposal, is to introduce requirements related to ESG ratings and rules on the organization and conduct of ESG rating providers which will contribute to the protection of the investors and to prevent greenwashing (<https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52023PC0314#:~:text=Member%20States%20do%20not%20regulate,ESG%20ratings%20market%20is%20global>).
- 3 Ignites Europe.
- 4 <https://www.afm.nl/en/sector/actueel/2023/oktober/leidraad-duurzaamheidsclaims>.

Departures from Classical Asset Pricing Theory

My dissertation "Essays in Empirical Asset Pricing" tackles four different asset pricing questions¹. All chapters focus on investor behavior and market inefficiencies, departing from classical asset pricing theory (CAPT). In this article, I summarize my main findings.

Under CAPT, surprises are random and unpredictable. Yet, some investors tend to capitalize on predicting surprises systematically. David Harding (*Winton Capital Management*) once expressed "We tend to make money out of surprises. Most surprises unfold gradually". His statement underscores the significance of surprises in driving market movements and the opportunities to generate returns. An important question is how to systematically measure surprises in macro-news.

In my first chapter, we introduce a now-casting method to model surprises in the daily flow of macro-news, thereby creating a daily surprise index. Our method allows to deal with large cross-sections of surprises with different frequencies and release dates. We find that surprises exhibit momentum, driven by anchoring biases: Forecasters slowly update their beliefs and consequently underreact to macro-news. We find a similar underreaction when we study the predictive power of our surprise index on future asset returns. Our surprise index positively and significantly predicts future returns across different markets and asset classes. Our insights indicate that investors can use nowcasting techniques to make informed decisions on asset allocation, and market positioning.

Under CAPT, we also expect that trading in option markets doesn't influence return dynamics of underlying assets. Anecdotal evidence (GameStop), however, shows that option trading can lead to surges in underlying prices. In my second chapter,

we argue that feedback effects exist in financial markets. Since option market-makers are delta-neutral, they must hedge their risk exposures. Option gammas measure how aggressively option deltas change when stock prices fluctuate. As such, option gammas can be used as a proxy to measure how aggressively option market makers need to hedge to remain delta-neutral. When the required amount to be hedged away is large, this can create price pressure beyond fundamental news. We construct a stock-level measure of option market-making hedging, and show that it's negatively priced in the cross-section of equity returns, driven by non-informational trading. For quantitative investors looking for alternative alpha sources, one avenue is to investigate option-related signals. Furthermore, risk managers can also benefit from monitoring option-driven trading flows.

CAPT also assumes investor homogeneity. In practice, different investors trade different assets for different reasons and times during the day. Studying high-frequency return patterns provides insights on trading behavior. In my third chapter, I document a novel high-frequency pattern 'Intraday Reversal': Stocks that outperform others during the trading session tend to underperform during the last half-hour of the session, and vice versa. The effect is asymmetric and mainly comes from loser stocks, driven by dip-buying behavior of retail investors and risk management of short-sellers. For practitioners, last half-hour reversals can be exploited to harvest short-term alpha.

The final chapter adds to the financial p-hacking literature. The number of factors that predict returns cross-sectionally has grown significantly, some driven by p-hacking. We study the "freedom in research choices" as a p-hacking mechanism. While it allows for research

customization, it leaves room for p-hacking. Specifically, we focus on the portfolio sorting methodology, which is the most used method within empirical asset pricing. We reviewed over 300 articles published that use portfolio sorting, where we document large variation in research choices. We argue that this variation adds to noisy factor premia. We construct factor models using thousands of variations to empirically demonstrate our claim. We show that design choices heavily impact factor premia. Furthermore, choices that occur frequently in the literature are also those that inflate results. We advocate that researchers should consider extensive specification checks and motivate choices explicitly.

Note

- 1 Soebhag, A. (2023). *Essays in empirical asset pricing*. Doctoral Thesis, Erasmus University Rotterdam.

Amar Soebhag
Quantitative Researcher at Robeco and a part-time Assistant Professor of Finance at the Erasmus School of Economics (ESE). Amar obtained his PhD in Financial Economics from the ESE in November 2023. In his dissertation "Essays in Empirical Asset Pricing" Amar studies various departures from classical asset pricing theory in different financial contexts.



Decision making for pension boards, How to make good decisions to get things done

Boekbespreking door Eelco van Dijk, RBA, lid van de commissie Risk Management CFA Society Netherlands

Bestuurders van Pensioenfondsen kunnen makkelijk seminars vinden over financieel/technische onderwerpen waarover zij besluiten moeten nemen, maar er is weinig documentatie over hoe het beslissingsproces specifiek voor pensioenfondsen kan worden ingericht. Dit boek richt zich juist op dat onderwerp.

In de literatuur worden een aantal belangrijk aspecten van beslissen genoemd.

Prof. Marwan Sinaceur noemt bijvoorbeeld: board room dynamiek en beslissen onder onzekerheid. Verder stelt hij dat een goede beslissing een rationele beslissing is, echter de mens is niet rationeel en om een beslissing te kunnen nemen moet het doel allereerst helder zijn.

De auteurs behandelen veel van die aspecten aangevuld met voorbeelden uit de pensioenfondsen bestuurskamer. Het boek is in het Engels geschreven omdat het niet alleen van toepassing is op de Nederlandse situatie. De voorbeelden komen dan ook niet alleen uit de Nederlandse bestuurskamers.

Het beslissingsproces verdelen ze in deel 1 van het boek in zes stappen, om duidelijk structuur aan te brengen:

1. Definieer welke beslissing aan de orde is
2. Verzamel relevante informatie (voor zover beschikbaar)
3. Stel vast hoe de beslissing wordt genomen
4. Neem de beslissing
5. Kom in actie (voorkom dat goede beslissingen slecht worden uitgevoerd)
6. Evalueer de beslissing (Wat is het gevolg van een besluit en wat is het gevolg van een externe ontwikkeling waar je geen grip op had)

Elk hoofdstuk wordt afgesloten met praktische tips en vragen die toegepast of gesteld kunnen worden in het bestuur. Beslissingen voor pensioenfondsen worden gekarakteriseerd door:

- De impact kan vaak pas op lange termijn worden vastgesteld. Daarom is het vaak slechts beperkt mogelijk om te leren op basis van feedback over uitkomsten. Het beslissingsproces moet zo gestructureerd worden ingericht.
- Er worden complexe modellen gebruikt
- Zijn afhankelijk van onzekere economische omstandigheden en geopolitieke ontwikkelingen
- Bovendien speelt dynamiek van de bestuurskamer een rol.

Enerzijds geven de auteurs geen specifieke aandacht aan Nieuwe pensioen stelsel (NPS) omdat hetgeen zij beschrijven zowel voor als na invoering van NPS relevant is.

Anderzijds wordt in de sector een hogere werkdruk gevoeld door de overgang naar NPS. Leveren de extra vergaderen nog goede besluitvorming op?

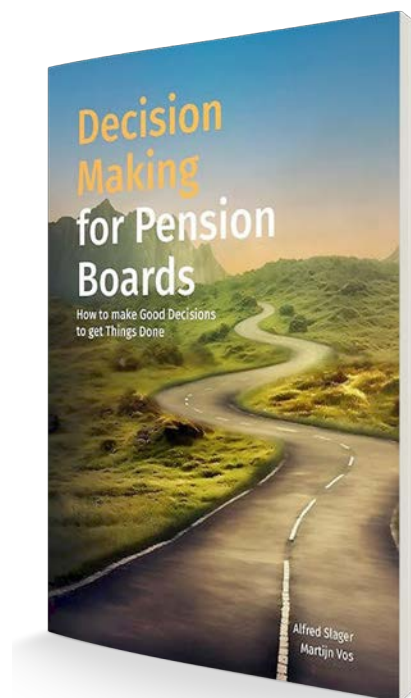
Gedurende de overgang naar NPS zitten de bestuurders in een langdurige stress situatie. Bovendien zijn zij meestal vooral bezig met beslissingen op lange termijn en nu, tijdens de invoering van NPS, moeten zij ook beslissingen nemen die op korte termijn (3 jaar) gevolgen zullen hebben.

In hoofdstuk 12 wordt beschreven hoe om te gaan met beslissen in een stress situatie. Verder komen in deel 2 tools aan de orde om beslissingen te verbeteren

1. Hou rekening met biases
2. Gebruik van (ALM) modellen

Modellen lossen onzekerheid op een bepaald niveau gebaseerd op aannames, maar de kans bestaat dat het bestuur door model uitkomsten verward raakt op een hoger niveau.

Discussies over uitkomsten van modellen kunnen gedomineerd worden door bestuursleden die de uitkomsten beter begrijpen dan anderen. Degenen die het minder goed begrijpen durven dat niet toe te geven en volgen de



Auteurs: Alfred Slager en Martijn Vos
Uitgever: About Life & Finance bv
ISBN: 978-908-3301716

mening of beslissing van de bestuursleden die (pretenderen) het (te) begrijpen.

3. Hou rekening met ethiek

In hoofdstuk 11 wordt duidelijk gemaakt hoe ethiek in elk van de 6 stappen een rol speelt of zou moeten spelen.

4. Beslissen onder stress

5. Hoe leer je om betere beslissingen te nemen?

Het kan veel tijd kosten om het op te lossen probleem duidelijk te definiëren omdat verschillende bestuursleden daar verschillende ideeën over kunnen hebben. De geïnvesteerde tijd in stap 1 wordt vaak teruggewonnen in de volgende 5 stappen. Afhankelijk van de achtergrond van de bestuurders (resultaat gericht, vertrouwend op model uitkomsten of ethisch gericht op reputatie) kan men anders tegen het probleem aankijken. Diverse gezichtspunten kunnen helpen om het probleem duidelijker te definiëren maar het moet wel expliciet worden gemaakt. De auteurs combineren op een zeer leesbare wijze hun praktijkervaring met beslissingen van pensioenfondsenbesturen met hun theoretische kennis over beslissingsprocessen en het boek is daarom een aanrader voor iedereen die betrokken is bij die beslissingen.

COMMISSIES/VOORZITTERS 2024

Bestuur van de Vereniging

Dr. Inge van den Doel, voorzitter
Vincent Stap CFA, vicevoorzitter
Dr. Raphie Hayat CFA, penningmeester
Noortje Draper RBA
Yiyi Huang CFA
Linde Kok CFA
Gül Poslu
Rob Verheul

Klachtencommissie

Mr. Peter Wortel, voorzitter
Financiële commissie
Drs. Niels Oostenbrug RBA, voorzitter

Commissie Asset & Liability Management

Drs. Eric Mathijssen, voorzitter
Commissie Risk Management
Jeffrey Hennen MSc RMFI, voorzitter
Commissie Verantwoord Beleggen
Drs. Robert Klijn RBA, voorzitter
Commissie Private Equity
Berg De Bleecker CFA, voorzitter
Commissie Tactische Asset Allocatie
Drs. Ineke Valke RBA, voorzitter
Commissie Vastgoed
Jan Dobiáš CFA, voorzitter

Commissie Private Banking

Mr. Hans Volberda MM, voorzitter
Commissie Investment Performance Measurement
Drs.Ing. Casper Lötgerink RMFI, voorzitter

Commissie Behavioral Economics

Drs. Wim Zwanenburg, voorzitter
Commissie Ethiek en Integriteit
Mr.drs. Vandana Doekhie, voorzitter
Commissie Actief Beheer
Stevens Boumans CFA, voorzitter
Candidates and Students Committee
Vacature
Career Development Committee
Yiyi Huang CFA, voorzitter
Education Committee
Arjen Monster, voorzitter
CFA Institute Research Challenge
Alex Morozov CFA, voorzitter
European Quant Awards
Bob Jansen CFA, voorzitter
Women in Investment Management
Jovita Ražauskaitė CFA
Advocacy Committee
Dr. Alwin Oerlemans CFA FRM

CFA Society Netherlands vertegenwoordiging in Regional Investment Performance Subcommittee EMEA

Drs.Ing. Casper Lötgerink RMFI
CFA Society Netherlands vertegenwoordiging in Global Investment Performance Standards Council
Drs.Ing. Casper Lötgerink RMFI
Dutch Commission on Bonds (DCB) en European Bond Commission (EBC)
Drs. Rolf Vesters RBA, voorzitter

CFA Society Netherlands vertegenwoordiging in de Raad voor de Jaarverslaggeving

Drs. Hikmet Sevdican RBA
Commissie ter beheer van VBA reserves
Jens van Egmond MSc RMFI CFA, voorzitter

Bovenstaande personen zijn bereikbaar via het bureau van CFA Society Netherlands.
Telefoon: 020 - 299 6590

COLOFON

VBA Journaal
is een uitgave van CFA Society Netherlands.
Het VBA Journaal verschijnt vier keer per jaar.

Hoofredacteur
Dr.ir. Gerben de Zwart CFA

Adjunct Hoofredacteur
Vacature

Redactie
Drs. Mark Geene RBA RMFI
Dr. Dirk Gerritsen
Dr. Roy Hoevenaars
Mr.drs. Manon Hosemann
Tjitsger Hulshoff MSc RBA
Ronald Kok MSc RBA
Frederik Mannaerts CFA
Sebastiaan Reinders MSc RBA
Drs. Michel Wetser RBA

Auteursinstructie
zie: www.cfasociety.nl

Fotografie en illustraties
Cor Salverius fotografie
Max Kisman

Redactieadres & opgave advertenties
CFA Society Netherlands – Irma Willemsen
telefoon: 020 - 299 6590
e-mail: irma.willemsen@cfasociety.nl

Abonnementen
CFA Society Netherlands
Professor J.H. Bavincklaan 7
1183 AT Amstelveen
telefoon: 020 - 299 6590
e-mail: irma.willemsen@cfasociety.nl
Abonnementenprijs 2024:
€ 53 inclusief btw en verzendkosten

Opmaak en realisatie
 az grafisch serviceburo bv,
Den Haag. www.az-gsb.nl

Cover ontwerp
Max Kisman

De in het VBA Journaal geplaatste artikelen geven de mening weer van de auteurs en niet noodzakelijk de mening van de redactie.
Het VBA Journaal noch de auteurs beogen met de geplaatste artikelen beleggingsaanbevelingen te doen. De inhoud van de artikelen dienen dan ook uitdrukkelijk niet als zodanig te worden opgevat. Eventuele verwijzingen in de geplaatste artikelen naar specifieke financiële instrumenten strekken slechts ter illustratie dan wel onderbouwen enkel de beschrijving van feiten.

ISSN-nummer 0920-2269
Copyright © 2024
CFA Society Netherlands



MK2024