

Door Wtp zal actief beheer over meer gaan dan alpha

Arjen Dobbets, Arie Gravendeel en Tom Meijer

De Wtp verbreedt de rationale voor actief beheer. Naast verwachte alpha telt ook de aansluiting bij beleidsdoelen, risicohouding, cohorten, duurzaamheid en uitlegbaarheid. Dit artikel analyseert wat deze verbreding betekent voor de keuzes van pensioenfondsbesturen en laat zien waarom ook een operationeel passieve portefeuille strategisch actieve keuzes kan bevatten. Wat verandert de Wtp aan de beoordeling van actief beheer, op welke niveaus speelt dit en wat vraagt dit van pensioenfondsbesturen?

Wtp maakt actief beheer niet automatisch meer of minder wenselijk, maar stelt wel hogere eisen aan de onderbouwing ervan en de verantwoording naar deelnemers. Pensioenfondsen moeten scherper onderscheiden of actieve keuzes worden gemaakt in het beleid, de tactische allocatie of de uitvoering, en hoe de bijbehorende risico's en resultaten doorwerken per life-cycle en cohort.

Maatwerkbenchmarks vragen bijzondere aandacht. Een portefeuille kan een maatwerkbenchmark passief volgen, terwijl de benchmark zelf een strategisch actieve afwijking van de brede markt bevat. Als dit risico niet zichtbaar is in de ALM, kan een onvolledig beeld ontstaan van de aansluiting op de risicohouding.

Actief beheer wordt daarmee nadrukkelijker een bestuurlijk vraagstuk. De keuze moet passen bij beleid en risicohouding, uitvoerbaar en begrensd zijn en vooraf zijn verbonden met monitoring, rapportage en communicatie.

ACTIEF BEHEER KENT VERSCHILLENDE DEFINITIES

In dit artikel wordt onderscheid gemaakt tussen actief beheer als uitvoerings-, tactische of strategische keuze. De analyse zal ook uitwijzen dat de overgang naar de Wtp op verschillende niveaus kan spelen.

In dit artikel behandelen wij actief beheer binnen de *uitvoering*, als het bewust afwijken van een benchmark binnen een beleggingscategorie om extra nettorendement (alpha) te behalen.

Arjen Dobbets (l)
Senior Investment
Consultant bij Montae &
Partners

Arie Gravendeel RBA (m)
Senior Investment
Consultant bij Montae &
Partners

Tom Meijer (r)
Investment Consultant
bij Montae & Partners



Na de *Global Financial Crisis (GFC)* stelden enkele invloedrijke studies¹ het nut van actief beheer in termen van alpha aan de kaak. De actieve rendementen stelden teleur, en dat maakte ook de hoge kosten, waar men toen toch al kritischer over werd, akelig zichtbaar. Dit leidde ertoe dat pensioenfondsen grootscheeps zijn overgestapt van actief naar volledig passief beheer.

In toenemende mate² definiëren institutionele beleggers zelf *strategisch* hun (maatwerk)benchmarks, en worden de resulterende afwijkingen ten opzichte van een gangbare marktindex als actieve keuzes gezien. Eigenlijk zijn pensioenfondsen de eerder vol overtuiging gekozen passieve benadering geleidelijk aan gaan personaliseren met uitlegbare principiële (met name ESG) en financiële (o.a. alternatieve bètastrategieën, home bias) beleidsregels. Zodoende wordt passief een benchmark gerepliceerd, maar is deze benchmark zelf actief bepaald; na het definiëren van die benchmark heeft het pensioenfonds weer de voordelen van replicatie, zoals lage kosten en beperkte inspanningen.

In zowel de uitvoerings- als de strategische variant wordt bewust afgeweken van de marktindices die ten grondslag liggen aan de via de ALM-studie vastgestelde strategische assetallocatie (SAA) en het financiële doelprofiel. Rendementsverschillen worden op kortere termijn geaccepteerd vanuit de overtuiging dat het risicorendementsprofiel op langere termijn of de niet-financiële aspecten beter zullen zijn voor de deelnemers. De tussentijdse mate van rendementsafwijking wordt dan uitgedrukt in tracking error. Daarnaast worden benchmarkafwijkingen gebruikt om niet-financiële meerwaarde te meten.

ACTIEF BEHEER GAAT VERDER DAN ALPHA

Op *tactisch* niveau speelt actief beheer ten opzichte van de SAA door bijvoorbeeld bewuste keuzes om de allocatie van een beleggingscategorie te over- of onderwegen versus de strategische weging, of een andere renteafdekking te kiezen dan de strategische. Het doel, extra rendement of minder risico, is een derde vorm van alpha-generatie.

Het is belangrijk om op te merken dat private assets in de praktijk vrijwel altijd actief beheerd worden. Binnen private markten is actief beheer immers inherent aan de beleggingscategorie, omdat brede, liquide en volledig repliceerbare marktindices ontbreken of slechts beperkt bruikbaar zijn.

De vervolgvraag is of de Wtp gevolgen heeft voor actief beheer, en zo ja op welk niveau? Op basis van dit inzicht kan een pensioenfonds de bestaande keuzes voor actief dan wel passief beheer heroverwegen, en onderzoeken of beleid moet worden aangepast.

VERTREKPUNTEN VAN DE ANALYSE

Deze paragraaf behandelt de aspecten van het beleggingsbeleid, communicatie en de uitvoering die door de overgang naar de Wtp veranderen.³

VAN DEKKINGSGRAAD NAAR PENSIOENUITKOMSTEN PER COHORT

Onder het FTK stond de dekkingsgraad centraal als collectieve maatstaf voor de financiële positie van het pensioenfonds. Onder Wtp verschuift het zwaartepunt naar individuele pensioenvermogens en pensioenuitkomsten per cohort. Daarmee wordt niet alleen het totale fondsrendement relevant, maar vooral de vraag hoe risico's en rendementen doorwerken voor verschillende groepen deelnemers. Actief beheer moet daarom niet uitsluitend op fondsniveau worden beoordeeld, maar ook vanuit de bijdrage aan de pensioenuitkomsten van afzonderlijke cohorten.

Het individuele pensioenvermogen wordt bovendien zichtbaarder voor deelnemers. Daardoor worden beleggingsresultaten, kosten en afwijkingen van marktindices directer uitlegbaarheids- en communicatievraagstukken.

RENDEMENTSTOEDELING: BESCHERMINGSRENDEMENT EN OVERRENDEMENT

Een belangrijk verschil met het FTK is dat rendementen onder de Wtp explicieter worden toegedeeld. Waar rendementen onder het FTK generiek via de dekkingsgraad doorwerkten, wordt onder de Wtp onderscheid gemaakt tussen beschermingsrendement en overrendement. Dit maakt zichtbaarder waar actieve keuzes landen en welke deelnemersgroepen daarvan profiteren of juist risico lopen. Bij actief beheer moet daarom vooraf duidelijk zijn of de keuze vooral relevant is voor het beschermingsdeel, het overrendement of de solidariteitsreserve, en of de aard van het risico past bij de functie van dat onderdeel.

RISICOHOUDING ALS NIEUW BELEIDSANKER

Onder de Wtp wordt de risicohouding van deelnemers door wettelijke eisen een belangrijker anker voor het beleggingsbeleid. Actieve keuzes moeten daarom niet alleen passen binnen het verwachte risicorendementsprofiel van het fonds, maar ook aantoonbaar aansluiten bij de vastgestelde risicohouding per cohort of life-cycle.

LIFE-CYCLE EN COHORTDIFFERENTIATIE

De Wtp bevat life-cycle beleggen en leeftijdsafhankelijke risicosturing. Ook wanneer collectief wordt belegd, zoals binnen de SPR, vindt toedeling plaats naar leeftijdsc cohorten. Daardoor moet op verschillende niveaus worden beoordeeld of de beleidsdoelen zijn behaald. Een actief risico dat voor jonge deelnemers passend kan zijn vanwege hun lange beleggingshorizon, kan voor oudere deelnemers minder geschikt zijn als tegenvallers sneller zichtbaar worden in het verwachte pensioen. De beoordeling van actief beheer wordt daarmee specifiek en gevoeliger voor de verdeling van risico's over cohorten.

BEGRENZING VAN HERVERDELING EN ACTIEF RISICO

Onder Wtp is herverdeling naar verwachting explicieter begrensd en moeten risico's vooraf beter worden onderbouwd. De relevante vraag is niet langer alleen of actief beheer naar verwachting waarde toevoegt, maar ook waar het fonds bereid is actief risico te nemen en waarom juist daar. Dit vraagt om duidelijke risicobudgetten, uitlegbare keuzes, monitoring per regeling en cohort en een consistente verbinding met risicohouding, life-cycle-inrichting en communicatie naar deelnemers.

SPR EN FPR WERKEN VERSCHILLEND UIT VOOR ACTIEF BEHEER

De implicaties zijn niet gelijk voor de SPR en de FPR. In de SPR blijft collectieve toedeling via beschermingsrendement, overrendement en solidariteitsreserve relevant, terwijl in de FPR resultaten directer doorwerken in het individuele pensioenvermogen. Daardoor wordt actief beheer onder de FPR sneller zichtbaar, en dient het explicieter uitgelegd te worden, vooral bij negatieve resultaten.

DE INVLOED VAN DE WTP OP ACTIEF BEHEER, VERSCHILLEN PER REGELING

De rol van een benchmark verschuift, zoals hiervoor beschreven, van hoofdzakelijk het meten van alpha, naar meer het weergeven van bredere bestuurlijke keuzes.

Uit onze Wtp-advisering komen met name vijf beleidsdoelstellingen naar voren waar de transitie kan raken aan actief beheer (tabel 1). Samen vormen zij een praktisch kader om in kaart te

brengen waar bestuurlijke aandacht nodig is omtrent strategische, tactische en uitvoeringsmatige actieve keuzes bij de overgang naar Wtp. Het kader verbindt de beleidsdoelstelling aan de risicohouding, uitvoering, rapportage en monitoring. In het vervolg van dit artikel worden de vijf gebieden uitgewerkt.

ACTIEF BEHEER EN DE SPR

Onder de SPR blijft collectieve risicodeling via het beschermingsrendement en de toedeling van het overrendement onderdeel van het beleggingsbeleid. Door het wegvallen van buffereisen, maakt dit illiquide beleggingen en daaraan gekoppelde keuzes voor actief beheer makkelijker te implementeren en te verantwoorden dan in het geval van de FPR.

PASSIEF BELEGGEN KAN ACTIEF ZIJN

De wettelijke plicht om rendementen toe te rekenen aan beschermingsrendement en overrendement is een wezenlijk verschil met de gang van zaken onder het FTK, waarbij alle rendementen generiek via de dekkingsgraad verrekend werden. In de praktijk van de Wtp zien we dat de beleggingen voor het beschermingsrendement om praktische redenen vaak op dezelfde manier worden belegd als de overige beleggingen. De vraag is of actieve beleggingen qua aard en doelstelling wel op dezelfde manier

Tabel 1
Beleidsgebieden die aandacht vragen voor actief beheer onder Wtp

Gebied	Kernvraag	Wat dit toetst	Valkuilen	Aandachtsgebieden*
1. Rechtvaardiging	Welke beleidsdoelstelling rechtvaardigt de afwijking van de brede markt? Is deze financieel, duurzaamheid gerelateerd, identiteit gedreven of risico gedreven?	Of er een concrete, vooraf benoembare reden is om af te wijken, en niet "omdat het kan".	De doelstelling is niet te herleiden tot één van de vier categorieën, of meerdere doelstellingen lopen door elkaar zonder duidelijke prioriteit.	A, d, e
2. Risico consistentie	Past het actieve risico binnen ALM, risicohouding en cohorttoedeling?	Of het risico van de afwijking is gemodelleerd en past binnen de vastgestelde risicohouding, per cohort.	Het risico is niet (goed) gemodelleerd in de ALM, of de uitkomst valt voor specifieke cohorten buiten de risicohouding.	B, c, e
3. Uitvoerbaarheid	Is de keuze uitvoerbaar tegen redelijke kosten?	Of de verwachte meerwaarde opweegt tegen de kosten van constructie, onderhoud en monitoring.	De kosten verlagen structureel een substantieel deel van de verwachte meerwaarde, of de uitvoering vraagt expertise of additionele capaciteit.	C, a, e
4. Uitlegbaarheid	Is de uitkomst uitlegbaar als het tijdelijk tegenvalt?	Of het bestuur vóór implementatie een begrijpelijk verhaal heeft voor deelnemers en toezichthouder bij tegenvallende resultaten.	De enige uitleg bij tegenvallers is technisch of defensief, in plaats van herleidbaar tot de vooraf vastgelegde doelstelling.	D, a, e
5. Exit en bijsturing	Is vooraf duidelijk wanneer wordt bijgestuurd of gestopt?	Of er concrete, meetbare criteria zijn afgesproken waarop het bestuur de keuze herijkt.	Er zijn geen vooraf vastgelegde herijkingsmomenten of -criteria, waardoor bijsturing pas ad hoc plaatsvindt onder druk van tegenvallende resultaten.	E, c, d

* Primaire aandachtsgebieden zijn steeds met hoofdletter en vetgedrukt. A = Beleid en investment beliefs; B = ALM, SAA en risicohouding; C = Mandaat, liquiditeit en governance; D = Rapportage en communicatie; E = Monitoring en besluitvorming
Bron: Montae & Partners

behandeld kunnen worden binnen de solidariteitsreserve en ‘algemene’ rendementsportefeuille. Immers, de solidariteitsreserve kan een veel kortere duratie hebben, waardoor tussen-tijdse underperformance vervelend kan uitpakken. Dit is een onderwerp dat wellicht niet direct in beeld komt, maar wel een bestuurlijke afweging en rechtvaardiging vraagt.

ACTIEF BEHEER EN DE FPR

Hét kenmerk van de FPR, een volledig individueel pensioenvermogen, leidt tot een directe relatie tussen het behaalde rendement en het individuele vermogen. Dit betekent dat zowel positieve als negatieve resultaten op actieve beleggingen onder een vergrootglas komen te liggen. Met name de uitleg van negatieve resultaten kan voor pensioenfondsbesturen een extra uitdaging vormen. Vooral als de beleggingshorizon van de actieve belegging langer is dan de rapportagefrequentie. Een negatief kortetermijnresultaat kan voor een deelnemer zwaarder wegen dan de op lange termijn verwachte positieve opbrengst. Dit vraagt van het bestuur een gerichte en consistente communicatie over de rationale achter actieve beleggingskeuzes en de verwachte meerwaarde op lange termijn.

ACTIEF BEHEER ONDER BEIDE REGELINGEN

Kosten voor actief beheer zijn altijd een gevoelig punt in discussies met deelnemers. Het pensioenfonds doet er goed aan om expliciet te communiceren in rendementen na kosten. Hierdoor is het duidelijk of de investering ook echt geloond heeft voor de deelnemer. Het vergt stuurmanskunst om niet op voorhand te besluiten tot passieve mandaten in de verschillende beleggingscategorieën en de voordelen van succesvolle actieve producten onterecht links te laten liggen vanwege communicatieve complexiteit.

MAAK ACTIEF RISICO EXPLICIET ZICHTBAAR

Een ander aandachtspunt is het liquiditeitsmanagement op portefeuilleniveau. Het liquiditeitsmanagement tussen de verschillende life-cycles kan extra complexiteit veroorzaken en daarmee inherent een opdrijving van kosten. De mate waarin dit speelt, kan in de praktijk verschillen. Daarnaast ontbreekt risicodeling, waardoor het beleggingsbeleid minder gemakkelijk aangepast kan worden. Vanuit liquiditeitsperspectief kan actief beheer in dat opzicht minder wenselijk zijn onder de FPR.

Samengevat zijn er operationele eisen die ertoe kunnen leiden dat onder de FPR de allocatie naar actieve beleggingen onder druk komt te staan omdat het eenvoudiger en goedkoper is om minder actief te beleggen. De Wtp brengt daarnaast al meer communicatieverplichtingen richting deelnemers met zich mee. Actief beheer vergroot deze communicatielast verder, doordat de toegevoegde waarde en de daarmee samenhangende kosten expliciet moeten worden verantwoord. Bovendien mag actief

beheer niet strijdig zijn met de risicohouding van deelnemers in de verschillende cohorten.

ACTIEF STUREN OP (MAATWERK)BENCHMARKS

Onder het FTK diende de benchmark vooral als verantwoordingsinstrument binnen een collectief kader, met de dekkingsgraad en het fondsrendement als centrale maatstaven. Onder de Wtp worden resultaten beoordeeld aan de hand van meerdere maatstaven, die verschillen tussen SPR en FPR en tussen cohorten. Door life-cycle beleggen en de toerekening van pensioenvermogens worden uiteenlopende risicoprofielen en resultaten per cohort zichtbaar. Dit vraagt om meer transparantie over afwijkingen van de brede markt en biedt tegelijk ruimte voor een onderscheidend beleggingsbeleid en een eigen fondsidentiteit. Ook wordt de risicoruimte niet langer begrensd door de collectieve dekkingsgraad en het Vereist Eigen Vermogen, waardoor het beleggingsbeleid verder kan differentiëren.

Overigens volgen verschillende fondsen al zo’n aanpak, omdat ze specifieke strategische keuzes formeel willen inbedden in de portefeuille. Te denken valt aan ESG-screenings, sectoruitsluitingen of stijlvoorkeuren. Het definiëren van een maatwerkbenchmark maakt de onderliggende keuzes dan ook helder communiceerbaar naar de achterban en uitvoerders, en bovendien kan het repliceren van zo’n benchmark tegen relatief lage uitvoeringskosten.

BENCHMARK ALS BELEIDSINSTRUMENT

Onder de Wtp wordt de benchmark meer dan een meetlat voor relatieve performance. Pensioenfondsbesturen kunnen ervoor kiezen een maatwerkbenchmark te definiëren die vooraf vastlegt welke portefeuille-eigenschappen het bestuur bewust kiest, zoals risico, duurzaamheid en afwijking van de brede markt. Daarmee verschuift actief beheer deels van uitvoering naar beleid: de portefeuille volgt de maatwerkbenchmark zo nauw mogelijk, terwijl de keuze voor die benchmark zelf een expliciet bestuursbesluit is.

ACTIEF RISICO EXPLICIET BEGRENZEN

Maatwerkbenchmarks maken zichtbaar waar en hoeveel actief risico het fonds wil nemen. Het bestuur moet onderbouwen waarom van de brede markt wordt afgeweken, welke tracking error acceptabel is en hoe dit past bij risicohouding, ALM en life-cycle-inrichting.

VERANTWOORDING BLIJFT NODIG

Ook als de uitvoering operationeel passief is, blijft verantwoording nodig over het rendementseffect van de maatwerkkeuze. Fondsen moeten kunnen uitleggen hoe de benchmarkkeuze uitwerkt ten opzichte van de brede markt en hoe die effecten verschillen per cohort of life-cycle. Daarmee vormt de benchmark de schakel tussen beleid, uitvoering, rapportage en deelnemerscommunicatie.

BETEKENIS VAN MAATWERKBENCHMARKS VOOR ALM EN RISICOHOUDING

Als de strategische actieve keuze in de benchmark wordt vastgelegd, dan moet het daarin besloten actieve risico ook consistent zijn met de ALM-studie en de bijbehorende risicohouding per cohort. Gebeurt dat niet, dan ontstaat een blinde vlek.

Die blinde vlek ontstaat doordat ALM-studies in de praktijk vaak worden gevoed met traditionele marktindices. Een maatwerkbenchmark wijkt daar per definitie van af en voegt zo impliciet actief risico toe dat in de modellering niet automatisch wordt meegenomen. Het gevolg is dat scenario-uitkomsten, en daarmee het beeld van de risicohouding en de invulling van de portefeuille, worden gebaseerd op een referentie die niet overeenkomt met de portefeuille die het fonds werkelijk aanhoudt. De uitkomsten geven dan een vertekend beeld, waarna op basis van incomplete informatie wordt besloten. Sterker nog: in een extreem geval kan ten onrechte worden geconcludeerd dat het beleid past in de Wtp-risicohouding. Juist het risico dat het bestuur bewust heeft gekozen, ontbreekt dan in de studie waarmee het fonds de strategische allocatie onderbouwt, het risicoprofiel per cohort vaststelt en toetst of de gesimuleerde pensioenuitkomsten in gunstige en ongunstige scenario's nog passen binnen de vastgelegde risicohouding.

Dit vraagt om afstemming tussen ALM, beleid en uitvoering. Het gaat niet langer om drie losse trajecten, maar om één samenhangend geheel waarin de benchmarkkeuze, de risicokaders en de uitvoering op elkaar aansluiten.

DE BENCHMARK WORDT BELEIDSINSTRUMENT

Tegelijkertijd roept dat de vraag op hoe daar in de praktijk mee om te gaan. Idealiter neemt een fonds de maatwerkbenchmark rechtstreeks mee in de ALM, zodat het actieve risico integraal wordt meegewogen. In de praktijk is dat lastig: maatwerkbenchmarks laten zich niet altijd eenvoudig vertalen naar de bouwstenen van een ALM-model, onder meer door een gebrek aan representatieve historische data.

De oplossing ligt daarom eerder in een tussenweg. Cruciaal is dat het actieve risico expliciet wordt gemodelleerd, al is het bij benadering, zodat het de besluitvorming van het bestuur faciliteert in plaats van buiten beeld te blijven. Waar mogelijk kunnen daarbij bijvoorbeeld ook deterministische klimaatscenario's worden meegenomen, omdat duurzaamheids- en klimaat-effecten steeds vaker onderdeel zijn van het beleid.

Een werkbare invulling van die tussenweg is om de ALM in de kern traditioneel uit te voeren, op basis van standaardindices, en daarbinnen expliciet ruimte voor afwijking toe te staan door middel van een zekere tracking error. Het moet dan wel duidelijk

zijn hoe die ruimtes doorwerken per cohort. Daarbinnen kan de maatwerkbenchmark zijn eigenschappen tot uitdrukking brengen, terwijl het bestuur een hanteerbaar en consistent modelkader behoudt. Zo wordt het actieve risico begrensd én zichtbaar, zonder dat de maatwerkbenchmark volledig in het ALM-model hoeft te worden nagebootst.

De sturing verschuift daarmee van één kengetal naar de samenhang tussen benchmark, ALM en risicokaders. De tracking error blijft relevant, net als analyse van uitkomsten in slechte scenario's. Deze uitvoeringsmaatstaven laten zien hoeveel de portefeuille afwijkt van de benchmark en hoeveel risico wordt genomen, maar niet of de portefeuille ook past bij het beleid en de risicohouding. De kernvraag wordt daarom: sluiten benchmark, ALM en risicokaders onderling op elkaar aan? Die samenhang moet bovendien navolgbaar zijn in de verantwoording.

De praktische implicatie is dat pensioenfondsen na de inrichting van hun Wtp-portefeuille ook de invulling binnen beleggingscategorieën opnieuw moeten beoordelen, namelijk of die niet conflicteert met de gestelde ruimte. Binnen de nieuwe life-cycle-context moeten de benchmarkkeuzes en actieve mandaten opnieuw worden getoetst aan beleid, risicobudget, uitlegbaarheid en rapportage. Dit zijn geen eenmalige acties bij de overgang, maar zaken die regelmatig herhaald moeten worden. Daarmee verschuift de aandacht van de implementatie van de Wtp naar de werking van de portefeuille in het nieuwe stelsel.

GEVOLGEN VOOR RAPPORTAGE EN COMMUNICATIE

Wordt gekozen voor een maatwerkbenchmark, dan moeten rapportage en communicatie daarop worden afgestemd, zowel richting toezicht en bestuur als richting deelnemers.

RAPPORTAGE OVER GEMAAKTE BELEIDSKEUZES

Bij maatwerkbenchmarks verschuift rapportage van uitsluitend relatieve performance naar inzicht in de vooraf gekozen benchmarkeigenschappen en het actieve risico dat daarin besloten ligt. Naast het rendement van de portefeuille ten opzichte van de maatwerkbenchmark moet daarom ook zichtbaar zijn wat de maatwerkbenchmark zelf heeft toegevoegd of gekost ten opzichte van een brede marktindex.

DOORWERKING PER COHORT OF LIFE-CYCLE

Onder Wtp is een totaalrendement op fondsniveau onvoldoende. Benchmarkkeuzes werken via beschermingsrendement en overrendement verschillend door voor cohorten en life-cycles. Rapportage moet daarom laten zien of de uitkomsten per groep nog passen bij de risicohouding en de eerder gemaakte beleidskeuzes.

UITLEGBAARHEID RICHTING DEELNEMERS

Deelnemers zien hun pensioenvermogen directer bewegen en zullen vooral willen begrijpen waarom dat gebeurt. Communicatie moet daarom niet technisch uitleggen of de benchmark is gevolgd, maar helder maken welke keuzes zijn gemaakt, hoe die hebben uitgewerkt en waarom die passen binnen het beleid.

Zo sluiten beleid, benchmarkconstructie, rapportage en deelnemerscommunicatie op elkaar aan.

De communicatie wordt dus explicieter en gedetailleerder, maar dat betekent niet dat actief beheer onder de Wtp moet worden vermeden: als een fonds overtuigend kan onderbouwen dat een actieve keuze waarde toevoegt, beter aansluit bij de deelnemerspopulatie of past bij de identiteit van het fonds, kan het juist onwenselijk zijn om die keuze niet te maken.

Van belang is wel dat bij maatwerkbenchmarks of actief beheer rapportage niet pas achteraf moet zoeken naar verklaringen. Nodig zijn vooraf afgesproken attributieregels: welk deel van het resultaat komt door marktbewegingen, benchmarkkeuzes, managersselectie, ESG- of uitsluitingsbeleid, renteafdekking of life-cycletoedeling. Dit maakt verantwoording consistent en voorkomt dat communicatie ad hoc wordt bij tegenvallende resultaten.

UITLEGBAARHEID BEGINT VÓÓR IMPLEMENTATIE

Keuzes voor duurzaamheid, impact, sectororiëntatie, beleggingen dicht bij de eigen deelnemerspopulatie of een specifieke risicohouding zijn niet alleen technische portefeuillekeuzes, maar ook manieren waarop een fonds herkenbaar wordt voor deelnemers en werkgevers. Dat kan een legitieme reden zijn om af te wijken van een brede marktindex, mits de keuze financieel verantwoord, uitlegbaar en consistent uitgevoerd wordt.

HANDELINGSPERSPECTIEF

Pensioenfondsen die actief willen blijven beleggen of overwegen om na invaren actief te gaan beleggen, moeten rekening houden met een aantal belangrijke aandachtspunten.

- **Definieer actief beheer scherp.** Maak daarbij helder onderscheid tussen strategische benchmarkkeuzes, tactische allocatiebesluiten en actieve uitvoering.
- **Bepaal waar actief risico bewust wordt genomen.** Leg vast in welke beleggingscategorieën, cohorten of life-cycles actief risico passend is, en waar passief of eenvoudiger beheer de voorkeur heeft.

- **Toets de keuze aan risicohouding en ALM.** Zorg dat actief beheer, in welke vorm dan ook, past binnen de risicohouding en dat actieve risico's zichtbaar zijn in scenario's en risicobudgetten.
- **Begrens en monitor het actieve risico.** Maximaal toegestane tracking errors kunnen hier helpen, mits er ook vooraf bepaalde escalatiegrenzen en evaluatie- of bijsturingsmomenten zijn.
- **Regel rapportage en attributie vooraf.** Spreek vóór implementatie af hoe resultaten worden uitgesplitst naar marktontwikkeling, benchmarkkeuze, managersselectie, kosten, duurzaamheid en life-cycletoedeling.
- **Maak de communicatiestrategie onderdeel van het besluit.** Het bestuur moet ook bij tegenvallende resultaten helder kunnen uitleggen waarom bepaalde keuzes eerder zijn gemaakt, en hoe die bijdragen aan het pensioenresultaat of niet-financiële doelen.

CONCLUSIE

De Wtp verandert de economische voor- en nadelen van actief beheer niet, maar maakt de gevolgen ervan zichtbaarder én mogelijk verschillend per life-cycle en cohort. Dat vraagt om een scherp onderscheid tussen strategische benchmarkkeuzes, tactische besluiten en actieve uitvoering. Vooral maatwerkbenchmarks verdienen aandacht: een operationeel passieve uitvoering kan actief risico bevatten dat niet vanzelf zichtbaar is in de ALM.

De centrale vraag is daarom niet of actief beheer onder de Wtp wenselijker of minder wenselijk wordt, maar of iedere afwijking van de brede markt bewust is gekozen, aantoonbaar past bij de risicohouding en ook bij tegenvallende resultaten uitlegbaar blijft. Alleen dan vormen beleid, ALM, uitvoering, monitoring en communicatie één consistent geheel.

Noten

- 1 o.a. Fama, E.F. & French, K.R. (2010). Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns. Journal of Finance
- 2 o.a. MSCI en andere indexproviders, Bloomberg, Chief Investment Officer (CIO) special coverage (2025) Custom Benchmarks and Performance Management
- 3 <https://www.montaepartners.nl/content/de-wtp-als-kantelpunt-wat-verandert-er-voor-pensioenfondsen-en-wat-niet/>