

Hoe meten we de effectiviteit van de fiduciair manager?

DOOR JAN JAAP OMVLEE

Hoe beoordeel je of een fiduciair manager toegevoegde waarde levert? Anton Wouters, Hoofd Solutions & Client Advisory bij BNP Paribas Asset Management, weet welke handvatten er beschikbaar zijn om de effectiviteit van een fiduciair manager te meten.

Fiduciair management is circa 20 jaar jong. Dat er sinds de uitvinding van het concept fiduciair management veel is veranderd, is een understatement. Wouters: 'We moeten als fiduciair managers in toenemende mate transparant zijn over wat we doen. Dat betekent veelal in het juiste format en in de juiste context rapporteren en uitleggen aan uiteenlopende stakeholders wat je doet. Dat deel van fiduciair management wordt steeds belangrijker: uitleggen en transparant zijn over wat je doet. Dat wordt mede gedreven door De Nederlandsche Bank die terecht van pensioenfondsbesturen vraagt dat zij vanuit hun verantwoordelijkheid weten wat zij doen. Een fiduciair manager kan dit faciliteren, door zowel in de voorbereiding van activiteiten als achteraf zo transparant mogelijk te zijn over de uitgevoerde activiteiten, over de kosten en over de resultaten. Minimaal even belangrijk is de vraag proberen te beantwoorden waar je toegevoegde waarde als fiduciair manager zit en hoe deze door het pensioenfonds geëvalueerd kan worden.'

Kunt u eerst schetsen wat de toegevoegde waarde van een fiduciair manager is?

'Een fiduciair manager moet er in eerste instantie voor zorgen dat het geformuleerde beleid efficiënt wordt uitgevoerd, zowel qua proces als qua kosten. Als tweede punt: als een fiduciair manager onderdeel is van het totale adviserings-traject, dan wil je weten of de adviezen die de fiduciair manager aandraagt en waarop het pensioenfonds mede een aantal beslissingen neemt, waarde toevoegen. Bijvoorbeeld vanuit de ALM-gedachte: hoe is de verhouding tussen de matching- en returnportefeuille en wordt daardoor een voldoende hoeveelheid excess rendement behaald? De toegevoegde waarde van een fiduciair manager kan ook zitten in de selectie van de juiste benchmarks voor iedere asset class en de bijbehorende managersselectie. De selectie van benchmarks en van managers is iets waar het bestuur ook 'ja' tegen moet zeggen en waarvan zij wil kunnen meten of dit tot juiste keuzes heeft geleid. Bijvoorbeeld, levert de externe manager de alpha of de waarde op die je verwacht?'

Figuur 1: Fiduciair Beheer volgens BNP Paribas Asset Management



Hangt de toegevoegde waarde van een fiduciair manager ook af van het gekozen model?

'Soms ondersteunt de fiduciair manager het pensioenfonds als strategisch adviseur en zorgt zij voor monitoring en rapportage. De beleggingen worden dan gedaan door een andere partij. Additioneel kan een fiduciair manager op strategisch niveau de matchingportefeuille beheren. De efficiëntie van de matchingportefeuille is in dat geval ook een onderdeel van de toegevoegde waarde. Als je een matchingportefeuille hebt die geheel passief wordt beheerd en geïmplementeerd, hoe wordt deze dan ingericht en onderhouden? Want je kunt nooit exact al je verplichtingen afdekken. Ook hier kun je meten wat de fiduciair manager gedaan heeft. Basis blijft dat de fiduciair manager altijd besluiten van het pensioenfonds implementeert, maar je moet als pensioenfonds wel inzicht krijgen of het beheer en de implementatie gewerkt heeft en wat de bijdrage van de fiduciair manager daarin is geweest. Als die positief is, moet je dat afzetten tegen de eventuele additionele kosten die je hebt van een fiduciair manager. Als de fiduciair manager goed zijn werk doet, heeft hij misschien wel iets voor je opgeleverd.'

Hoe is dat in het Verenigd Koninkrijk geregeld?

'In het VK wordt in sommige gevallen de toegevoegde waarde van fiduciair managers gemeten aan de ontwikkeling van de dekkingsgraad op basis van een geformuleerd zogenaamd glide-path. Als je dat als graadmeter neemt, moet je ook een grote discretie geven aan de fiduciair manager om die dekkingsgraad te sturen. Dat soort discretie kennen wij niet in Nederland. Nederlandse pensioenfondsen zijn verplicht te weten wat er gebeurt in de portefeuille en moeten volledig in control zijn wat betreft activiteiten en het beleid binnen de beleggingsportefeuille. In de Nederlandse context wordt het meten van de toegevoegde waarde van de fiduciair minder direct, wellicht zelfs wat subjectiever.'

Welke definitie van fiduciair beheer hanteert BNP Paribas Asset Management?

'Bij ons is dat een partnership met een holistische benadering en integraal balansmanagement. In dat partnership ondersteunen we het bestuur bij het formuleren en realiseren van zijn beleggingsdoelstellingen. De mate waarin dat gebeurt, is afhankelijk van de ruimte die we krijgen, maar in elk geval is de governance van het pensioenfonds altijd helder gedefinieerd. Het pensioenfonds moet *in control* blijven, maar wij monitoren als fiduciair manager wel de totale portefeuille.

Ook werken we vanuit meerdere concepten. We managen ook LDI-portefeuilles waarbij het fiduciair beheer niet over de totale portefeuille gaat, maar waarbij wel de LDI-portefeuille integraal wordt beheerd. Ook daar zul je, net als met een fiduciaire oplossing, een goede governance structuur moeten definiëren: duidelijk uitleggen wat er

Dat deel van fiduciair management wordt steeds belangrijker: uitleggen en transparant zijn over wat je doet.



Foto: Ruben Eshuis Photography

CV

Anton Wouters is Hoofd Solutions en Client Advisory bij BNP Paribas Asset Management. Sinds 2017 is Wouters verantwoordelijk voor alle maatwerkoplossingen voor pensioenfondsen, bedrijven en verzekeraars. Hij startte zijn loopbaan bij Amro Bank en bekleedde daar diverse functies. In 2004 werd hij verantwoordelijk voor LDI en fiduciair management bij ABN AMRO Asset Management, een voorganger van BNP Paribas Asset Management. In deze rol heeft hij het volledige LDI-productgamma en risicomangement opgezet. Meer informatie: <https://www.bnpparibas-am.nl>

gebeurt, hoe efficiënt een LDI-portefeuille is en waarom het resultaat soms iets afwijkt van de verwachtingen en wat de kosten en de richtlijnen zijn die worden opgesteld voor het beheer van de LDI-portefeuille. Bij de fiduciaire portefeuille komt de returnportefeuille erbij, maar feitelijk is het outsourcingmodel op dezelfde leest geschoeid.'

Zijn er voordelen of nadelen verbonden aan het outsourcen van LDI?

'Bij het managen van een LDI-portefeuille binnen de Nederlandse context moet je er rekening mee houden dat de verplichtingen tegen een afgeleide van de interest rate swapcurve worden verdisconteerd. Dit betekent dat de minst risicovolle manier om verplichtingen af te dekken het gebruik van swaps met zich meebrengt. Er zitten natuurlijk voor- en nadelen aan het gebruik van derivaten. Als pensioenfonds kun je stellen dat je eigenlijk niets met derivaten te maken wilt hebben, maar dan wordt de efficiëntie van de matching van verplichtingen waarschijnlijk een stukje minder. Gebruik je wel derivaten, dan moet je omgaan met de voor- en nadelen ervan. De inwerkingtreding van EMIR en gecentraliseerde clearing betekent voor een pensioenfonds dat swaps gebruikt worden voor het afdekken van verplichtingen en dat het wat ingewikkelder wordt om het integraal te beheren. Dus zal je eerder assistentie zoeken bij het beheer van de matchingportefeuille. Het voordeel is dat je het portefeuillebeheer op een door het pensioenfonds gewenste efficiënte manier kunt blijven beheren, het nadeel is natuurlijk dat je blijft werken met derivaten binnen een outsourcingstructuur waarbij je je als bestuur wel comfortabel moet voelen.'

Hoe belangrijk is innovatie binnen fiduciair beheer?

'Innovatie is altijd noodzakelijk in die zin dat we onder veranderende marktomstandigheden werken. We kennen al heel lang een periode met hele lage yields en je ziet dat partijen opschuiven naar producten met een wat hoger rendement, maar ook automatisch met een hoger risico of hogere illiquiditeit. Als je daarvoor als pensioenfonds kiest, dan moet de portefeuille zodanig worden ingericht dat de dagelijkse gang van zaken niet in gevaar komt. Daar kijk je dus wat anders naar dan voorheen toen er meer dan nu met liquide aandelen en vastrentende waarden werd gewerkt.'

Welke handvatten zijn er om de effectiviteit van een fiduciair manager te meten?

'Het beantwoorden daarvan begint met het stellen van de juiste vragen. Laat ik er een aantal noemen:

- Hoe heeft de advisering omtrent de asset allocation (strategisch advies) bijgedragen?
- Hebben de geadviseerde beleggingen met een hoger risicokarakter (zoals aandelen) daadwerkelijk bijgedragen aan een verbetering van de dekkingsgraad?
- Heeft het voorgestelde actieve beheer binnen de diverse beleggingscategorieën nog additionele waarde geleverd?

- Wat waren de belangrijkste risicofactoren voor het excess rendement van de matchingportefeuille?
- Brengt het hebben van een fiduciair manager nog schaal- en kostenvoordeel mee?

Daarna zal je bij deze vragen de juiste indicatoren moeten bepalen om de impact te meten. Verder kun je nog beoordelen, indien de fiduciair manager ook de strategische matchingportefeuille beheert, hoe effectief de afdekking van de verplichtingen was. Gezien alle discussies over de toekomst van het pensioenstelsel is het een goede zaak dat er op alle vlakken gekeken wordt naar de effectiviteit van de fiduciair manager.'

En wat is uw conclusie?

'De conclusie is dat de effectiviteit en efficiëntie van een aantal zaken die een fiduciair manager uitvoert objectief gemeten kan worden, maar een deel zal subjectief blijven. Daarbij geldt vanzelfsprekend dat het pensioenfonds altijd in control is. Het pensioenfonds moet zich daarbij voortdurend afvragen of het beter zelf een taak kan uitvoeren of dat uitbesteden aan een fiduciair manager voordelen oplevert.' «

Taken van de fiduciair manager:

- Advies over assets versus verplichtingen (inclusief definitie van het risico dat daarbij hoort).
- Portfolioconstructie: efficiënte en optimale invulling van de portefeuille gegeven het risicobudget.
- Managerselectie: selecteren van best in class managers.
- Monitoring van de portefeuille (met name risico's en effectiviteit).
- Rapportering, vaak tailormade/klant- en toezichthouder gedreven.

De toegevoegde waarde van een fiduciair manager is deels te meten:

- hebben zijn adviezen omtrent asset allocation en portfolioconstructie toegevoegde waarde?
- zijn portfolioconstructie en risicometing op orde en geeft dit het gevraagde inzicht aan het pensioenfonds?
- verdient de fiduciair manager zijn compensatie terug door schaalvoordelen en efficiënte uitvoering van het beleid?

Daarbij moet te allen tijde...

- het pensioenfonds in control zijn en het beleid bepalen.
- het pensioenfonds zich afvragen of het zelf uitvoeren tot de mogelijkheden behoort.
- de fiduciair manager beschouwd worden als alternatieve uitvoerder en (een van de) adviseur(s).