



Integraal vermogensbeheer

Meer dan een make-over van fiduciair
management

Tim Barlage en Jeroen Ruepert

KPMG Asset Management & Pensions



Integraal vermogensbeheer

Meer dan een make-over van fiduciair management

De term ‘fiduciair management’ is besmet geraakt. De reden daarvoor ligt bij de harde lessen van de recente crises en de verharde opstelling van de toezichthouder waarbij elders in dit boek uitvoerig wordt stilgestaan. Om een vergelijkbare vorm van dienstverlening aan te duiden waarvoor vroeger de term ‘fiduciair management’ gebruikt werd, hanteert men nu vaak de term ‘integraal beheer’. Is dit slechts een synoniem? Kan een vermogensbeheerder haar in 2006 opgestelde documenten openen, de twee termen met Ctrl-R(eplace) omwisselen en deze documenten anno 2011 weer gebruiken? Het antwoord op deze vraag is nee. Het gaat om meer dan alleen maar een ander etiket. Dit artikel bevat een analyse van wat volgens KPMG de norm zou moeten zijn bij het vormgeven van een uitbestedingsrelatie tussen pensioenfondsen en integraal beheerder.



Artikel verschenen in *De Pensioenwereld 2011*, uitgave KPMG

Vertrouwen

Veel pensioenfondsen hebben behoefte aan een vorm van dienstverlening waarbij het fonds over de gehele keten van vermogensbeheer wordt ondersteund bij de coördinatie en de uitvoering. Een dergelijke vorm van dienstverlening wordt ook wel aangeduid als integraal (vermogens)beheer. De integraal beheerder overziet en integreert alle onderdelen van het beheer: van portefeuilleconstructie via manager- en / of fondsselectie tot het opstellen van rapportages over risico's en rendement in samenhang met de verplichtingen van het fonds. Tevens heeft de integraal beheerder een belangrijke rol als adviseur ten aanzien van het strategisch beleid. Wat de exacte reikwijdte en diepgang van de dienstverlening is, hangt af van de aard van het betreffende fonds en van de eisen en wensen van het bestuur. Of deze integrale dienstverlening door één partij of door een combinatie van dienstverleners geleverd wordt, is eveneens afhankelijk van de voorkeur van de opdrachtgever. Feit is dat tussen fonds, beheerder(s) en andere bij het beheer betrokken partijen sprake is van een heldere verdeling van rollen en dat de eindverantwoordelijkheid voor beleid en uitvoering te allen tijde berust bij het bestuur van het fonds.

Bovenstaande omschrijving past eveneens bij het begrip ‘fiduciair management’. De vraag dient zich aan wat wordt losgelaten met het laten vallen van het bijvoeglijk naamwoord ‘fiduciair’. Volgens bepaalde partijen in de markt hebben veel fondsen in het verleden te veel taken neergelegd bij één beheerder. Deze partijen pleiten nu voor het opknippen van de dienstverlening.

Zo'n modulaire aanpak van integraal beheer is mogelijk, maar het aanstellen van een aparte risicomanager of het loskoppelen van de managerselectie- en monitoring van de andere vermogensbeheeractiviteiten is geen panacee. Het gaat om de rol van vertrouwen binnen de uitbestedingsrelatie. In het verleden is de suggestie gewekt dat het aspect vertrouwen een centrale plaats innam binnen de relatie fonds versus beheerder. De crisis heeft laten zien dat deze suggestie in veel gevallen onterecht was.

Een voorbeeld daarvan is dat een aantal fondsen producten in portefeuille had waarvan, na het zichtbaar worden van de ware risico's, de vraag rees of de betreffende fondsen deze producten in portefeuille hadden genomen als zij de karakteristieken en risico's volledig hadden doorgrond. De Nederlandsche Bank (DNB) is op dit vlak ook glashelder: een gezonde uitbestedingsrelatie is gebaseerd op een ondubbelzinnig geformuleerd mandaat en een adequaat beheersingskader. Hierbij is het cruciaal dat het fonds tegenwicht biedt aan zijn integraal beheerder. Vertrouwen is geen gezonde basis voor de relatie: een goedbedoeld ‘I'll trust you’ volstaat niet, een assertief ‘show & prove me’ is vereist. Vandaar dat een meer waardevrij ‘integraal beheer’ meer recht doet aan de aard van de relatie.

Een raamwerk

Deze paragraaf bevat de better practice voor het inrichten van een uitbestedingsrelatie tussen pensioenfondsen en integraal (vermogens)beheerder. Tevens bevat deze paragraaf een model voor uitbesteed vermogensbeheer dat structuur geeft aan de gedachtevorming over de rolverdeling tussen en binnen de bij het (uitbestede) vermogensbeheer van een pensioenfonds betrokken partijen. In de toelichting wordt ervan uitgegaan dat sprake is van één integraal beheerder die een breed palet aan dienstverlening biedt. In de praktijk gaat het er om dat een pensioenfonds een model kiest en een dienstverlening formuleert die passen bij de karakteristieken van het fonds en zijn deelnemers en die aansluiten op de binnen het fonds aanwezige beheerscapaciteit.

Integraal beheer

Integraal beheer – bestaand uit de blauw gekleurde processtappen binnen het model – omvat het gehele proces van strategische advisering via manager- en / of fondselectie tot het opstellen van rapportages, inclusief de coördinatie en de regie over dit proces.

Als startpunt voor de tactische en operationele kant van dit proces geldt het strategisch beleggingsbeleid en de risicobereidheid van het fonds. Een aanvullend vertrekpunt zijn de door het fonds gestelde richtlijnen en kaders ten aanzien van onder meer de criteria voor investeringsvoorstellen, de in te zetten derivaten, de wijze van managersselectie en -monitoring, het te voeren risicomanagement en de formats voor de verschillende rapportages. Het is inmiddels een mantra: het vaststellen van dit beleid en stellen van deze kaders blijven altijd de expliciete verantwoordelijkheid van het pensioenfonds.

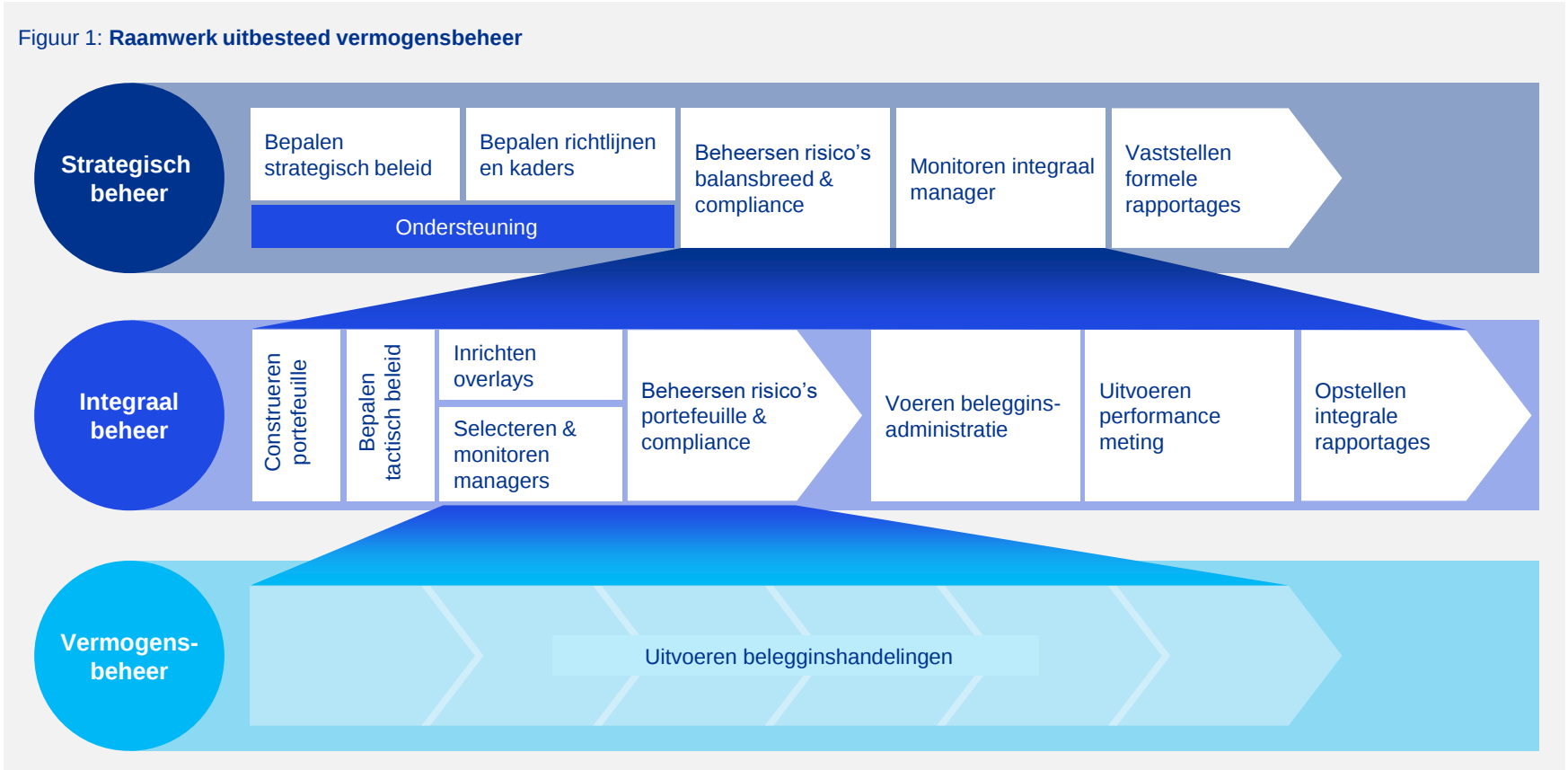
Wel mag een integraal beheerder op strategisch vlak adviseren. Sterker nog, proactieve strategische advisering vanuit een balansbrede visie is een cruciale component binnen de integrale dienstverlening: in de vertaling van de doelstellingen van het fonds naar het beleggingsbeleid kan een integraal beheerder veel toegevoegde waarde leveren. Op dit vlak is het echter van belang dat de integraal beheerder zijn adviezen onderbouwt vanuit de doelstellingen van het fonds en het bestuur in begrijpelijke taal inzicht biedt in de consequenties van keuzes. Keuzes die het bestuur van het fonds zelf maakt.

De recente geschiedenis heeft laten zien dat fondsen te vaak producten in portefeuille hebben gehad die zij niet volledig doorgrondde. Een les die hieruit getrokken moet worden, is dat investeringsvoorstellen voor beleggingen in nieuwe categorieën dusdanig zijn opgesteld dat zij zowel helder inzicht bieden in de rendements- en risicokarakteristieken als laten zien dat en op welke wijze de beheersing geborgd is. Het fonds stelt de criteria op waaraan investeringsvoorstellen moeten voldoen.

De integraal beheerder is op zijn beurt kaderstellend voor de onderliggende managers die in de verschillende activacategorieën de feitelijke beleggingshandelingen verrichten. Bij het inrichten van de managerstructuur gaat het erom de beste portefeuille van managers samen te stellen. Het monitoren of onderliggende managers zich aan restricties houden en het volgen van de prestaties van deze managers is een centrale taak van de integraal beheerder. Als sprake is van intern beheer door de integraal beheerder moet de monitoring van de interne mandaten op minimaal even zware wijze plaatsvinden als de monitoring van externe mandaten. Bij de compliance-monitoring speelt de custodian als onafhankelijke derde eveneens een belangrijke rol.

Doordat de integraal beheerder de gehele portefeuille overziet en in staat is de verbinding te leggen met de verplichtingen van het fonds is deze partij bij uitstek in staat invulling te geven aan de uitvoering van het risicomanagement. Feit is dat het fonds eindverantwoordelijk is voor het risicobeheer. In die zin is het specifiek van belang dat de integraal beheerder het fonds in staat stelt zelf zijn risico's adequaat te beheersen: de integraal beheerder moet het fonds transparantie en inzicht bieden in oorzaak en gevolg.

De beleggingsadministratie en performancemeting zijn processen waarbinnen een rol weggelegd kan zijn voor de eerdergenoemde custodian. Mits met de juiste 'checks & balances' omgeven, kunnen deze activiteiten ook worden belegd bij de integraal beheerder. Tot slot levert de integraal beheerder heldere rapportages volgens de door het fonds vastgestelde formats: beleggings- en risicorapportages én verantwoordingsrapportages over de geleverde dienstverlening. Deze rapportages zijn de zichtbare output voor het fonds. Ook hier zijn transparantie, inzicht en begrijpelijkheid de sleutelcriteria.



Strategisch beheer

Strategisch beheer – de groen gekleurde processtappen binnen het model – vormt zowel het startpunt als het finale eindpunt van het vermogensbeheerproces. Deze laag in het model omvat de activiteiten die het pensioenfonds vanuit principes van ‘good governance’ nooit mag uitbesteden.

Het proces start met het bepalen van het strategische beleid en het vaststellen van richtlijnen en kaders. Zoals hierboven gesteld, kan de integraal beheerder bij het bepalen van het strategisch beleid een belangrijke bijdrage leveren in de vorm van input en / of advies. Hier kan een groot deel van de toegevoegde waarde van de integraal beheerder liggen. Het pensioenfonds is bij dit proces echter leidend en neemt alle beslissingen. Ook is het raadzaam dat het fonds zich hier laat ondersteunen door onafhankelijke en objectieve derden door bijvoorbeeld het vragen van second opinions.

Op dit kaderstellend niveau bevindt zich een cruciale les van de afgelopen jaren: een ondubbelzinnig geformuleerd mandaat voor de integraal beheerder is onontbeerlijk. De beheerder moet aan het werk met een heldere opdracht met betrekking tot zowel het strategisch beleggingsbeleid en de risicobereidheid van het fonds, als met betrekking tot uitvoeringsaspecten. Bij het formuleren van de opdracht en het bijbehorende beloningsmodel voor de integraal beheerder moet gestreefd worden naar het bereiken van maximale gelijkgerichtheid van belangen tussen fonds en beheerder. Ook moet de opdrachtomschrijving faciliteren dat het fonds de beheerder zo veel mogelijk af kan rekenen op meetbare output. Zachte factoren zoals kwaliteit van de klantbediening kunnen overigens prima meetbaar worden gemaakt.

Het model van uitbestede vermogensbeheer maakt expliciet dat het integrale risicomanagement en de compliance-monitoring een verantwoordelijkheid zijn van het fonds. De integraal beheerder voert zelf ook risicomanagement. Het is echter primair zijn taak het fonds in staat te stellen zelf adequaat risicomanagement te voeren. De gewenste verdeling van taken hangt onder meer af van de beheerscapaciteit aan de zijde van het fonds. Het inrichtingscriterium is dat het fonds inzicht heeft in risico's en beheersmaatregelen, in staat is bewuste en weloverwogen keuzes te maken en zelf ‘in control’ is.

De reden om het bijvoeglijk naamwoord ‘fiduciair’ niet meer te hanteren, ligt in de suggestie dat de relatie fonds versus beheerder in belangrijke mate gebaseerd is op vertrouwen. Dit is een onterechte suggestie. Vertrouwen is geen afdoende basis voor beheersing. Dat zijn een heldere opdracht, een adequaat beheersingskader en een duidelijke verantwoordingsstructuur. Het fonds moet monitoren dat de integraal beheerder zich aan zijn opdracht houdt en handelt naar de letter en de geest van de doelstellingen en restricties van het fonds. Een les van de recente crisis is dat ook de uitvoering zelf strikt gemonitord moet worden: incidenten als gevolg van bijvoorbeeld lacunes in de interne controle kunnen grote invloed hebben op het gelopen risico en de beleggingsresultaten. En dit is geen pleidooi voor juridisering van de relatie: een integraal beheerder moet blijven vooruitkijken, ook voorbij de grenzen van wat op papier is voorzien, moet blijven meedenken over de impact van gesignaleerde ontwikkelingen en moet als dat nodig is die extra stap blijven zetten ten behoeve van het fonds.

De keten van vermogensbeheer eindigt met het volledig doorgronden, waar nodig verrijken en tot slot formeel vaststellen van, veelal door de integraal beheerder in concept opgestelde, rapportages.

Vermogensbeheer

Het feitelijke vermogensbeheer – de oranje gekleurde processtappen – gebeurt in het ideale model door externe beheerders. Voor elke activaklasse zijn één of meerdere beheerders aangesteld die of ‘best-in-class’ zijn, of om andere redenen geschikt zijn om het beheer te verrichten. Er kunnen valide redenen zijn om ook intern beheer, dat wil zeggen beheer door de integraal beheerder zelf, toe te staan. Een reden kan zijn dat in een bepaalde categorie passief belegd wordt en het kostenefficiënt is dit passieve beheer intern te beleggen. In deze gevallen moet er sprake zijn van een ijzeren gordijn tussen de divisie integraal beheer, inclusief de risicomanagementfunctie, en de afdeling(en) belast met vermogensbeheer.

Tot besluit

In dit artikel is een kader aangereikt voor gedachtevorming en discussie over de inrichting van het uitbestede vermogensbeheer van een pensioenfonds. Vooropstaat dat het gekozen model en de gevraagde dienstverlening aansluiten op de specifieke karakteristieken van het fonds en zijn deelnemers en de beheerscapaciteit die het fonds tot zijn beschikking heeft. Uit dit artikel zijn echter ook enkele kardinale principes te destilleren die altijd in acht moeten worden genomen bij het vormgeven van een uitbestedingsrelatie:

- Het fonds geeft de integraal beheerder een ondubbelzinnig geformuleerd mandaat met betrekking tot zowel het strategisch beleggingsbeleid en de risicobereidheid van het fonds, als uitvoeringsaspecten. Bij het formuleren van de opdracht en het bijbehorende beloningsmodel voor de integraal beheerder moet gestreefd worden naar het bereiken van maximale gelijkgerichtheid van belangen tussen fonds en beheerder.
- Het vaststellen van het strategisch beleid blijft altijd de expliciete verantwoordelijkheid van het fonds. De integraal beheerder kan op dit vlak veel toegevoegde waarde leveren, mits hij zijn adviezen onderbouwt vanuit de doelstellingen van het fonds en het bestuur in begrijpelijke taal inzicht biedt in de consequenties van keuzes. Keuzes die het bestuur van het fonds zelf maakt.
- Investeringsvoorstellen voor beleggingen in nieuwe categorieën zijn dusdanig opgesteld dat zij zowel helder inzicht bieden in de rendements- en risicokarakteristieken, als laten zien dat en op welke wijze de beheersing geborgd is. Het fonds stelt de criteria op waaraan investeringsvoorstellen moeten voldoen.
- Het feitelijke vermogensbeheer gebeurt in het ideale model door externe beheerders. Als het fonds ervoor kiest intern beheer door de integraal beheerder toe te staan, moet sprake zijn van een ijzeren gordijn tussen de divisie integraal beheer, inclusief de risicomanagementfunctie, en de afdeling(en) belast met vermogensbeheer. Monitoring van interne mandaten vindt op minimaal even zware wijze plaats als monitoring van externe mandaten.
- De beheersing van risico's is de expliciete verantwoordelijkheid van het fonds zelf. De integraal beheerder heeft primair tot taak het fonds inzicht te verschaffen in risico's en beheersmaatregelen, het fonds in staat te stellen bewuste en weloverwogen keuzes te maken en het bestuur van het fonds dusdanig te ondersteunen dat het zelf ‘in control’ is.
- Bij het opstellen van (concept)rapportages door de integraal beheerder zijn transparantie, inzicht en begrijpelijkheid de sleutelcriteria. Het fonds heeft de rol deze rapportages volledig te doorgronden, waar nodig te verrijken en tot slot formeel vast te stellen.

En vertrouwen? Natuurlijk moet een fonds vertrouwen hebben in de kwaliteit van de organisatie van de integraal beheerder, in de binnen deze organisatie gehanteerde ethische standaarden en in de mensen die de dienstverlening gaan invullen. Vertrouwen is echter geen afdoende basis voor beheersing van een uitbestedingsrelatie. Het noodzakelijke fundament bestaat uit een heldere opdracht, een adequaat beheersingskader en een duidelijke verantwoordingsstructuur.

Contact

Meer informatie?

Neem contact op met onze experts:



Jeroen Ruepert

Head of Asset Management & Pensions

ruepert.jeroen@kpmg.nl

+31 020 6 564478



Tim Barlage

Partner Asset Management & Pensions

barlage.tim@kpmg.nl

+31 020 6 568152



www.kpmg.nl



Alle verstrekte informatie in dit document is van algemene aard en is niet gericht op de omstandigheden van een individu of bedrijf. Hoewel we ernaar streven de meest nauwgezette en tijdige informatie te verstrekken, kan er geen garantie worden gegeven dat dergelijke informatie correct is op de datum waarop deze wordt ontvangen noch dat deze in de toekomst nauwkeurig zal blijven. Derhalve dienen op basis van dergelijke informatie geen handelingen te worden verricht zonder passend professioneel advies na een grondig onderzoek van de specifieke situatie. In dit document hebben de termen “wij”, “ons” en “onze” betrekking op KPMG. Sommige of alle hierin beschreven diensten zijn mogelijk niet toegestaan voor KPMG auditcliënten, aan hen gelieerde ondernemingen of gerelateerde entiteiten.

© 2025 KPMG N.V., een Nederlandse naamloze vennootschap en lid van de wereldwijde KPMG-organisatie van onafhankelijke ondernemingen gelieerd aan KPMG International Limited, een Engelse vennootschap “limited by guarantee”.

Juni 2025

Alle rechten voorbehouden.