

DE “PITFALLS” VAN FIDUCIAIR MANAGEMENT

Door Christiaan Tromp, Fiduciary Officer TFS



Foto: Archief TFS

Christiaan Tromp

Sinds het begin van deze eeuw is fiduciair management een begrip waar ieder pensioenfonds eigenlijk gebruik van zou moeten maken. Er zijn naast voordelen echter ook bepaalde risico's verbonden aan fiduciair management. Na ruim tien jaar ervaring kunnen wij terugkijken op hetgeen fiduciair management ons gebracht heeft. Wat zijn de 'pitfalls' bij het aangaan van een fiduciaire relatie?

De eerste voorwaarde voor hoogwaardig fiduciair management is dat zowel de aanbieder als de afnemer dezelfde definitie hanteren van fiduciair management. Alvorens verder op de valkuilen in te gaan wil ik daarom stilstaan bij de definitie van fiduciair management. Fiduciair management is het coördineren en organiseren van de strategische, tactische en operationele activiteiten van een institutionele belegger. Fiduciair management veronderstelt een langetermijnrelatie met de cliënt, waarbij het bieden van totaaloplossingen zeer hoog in het vaandel staat.

Fiduciair management is de link tussen de institutionele belegger en de diverse aanbieders van financiële diensten zoals (ALM-)adviseurs, vermogensbeheerders, effectenbewaarders, actuarissen etc.

De beleggingsactiviteiten van een pensioenfonds waarvoor een fiduciair manager wordt aangesteld kunnen globaal in drie aandachtsgebieden verdeeld worden (zie figuur): I) Strategische services, II) Asset management services

en III) Verantwoordingservices. Elk van deze gebieden kan worden onderverdeeld in processen; deze processen kunnen op hun beurt worden onderverdeeld in activiteiten.

Nu wij de definitie van fiduciair management helder voor ogen hebben, kunnen wij stilstaan bij de 'pitfalls' van fiduciair management zoals de afnemers van fiduciair management die het afgelopen decennium hebben ervaren.

Partnership

Fiduciair management wordt door de managers veelal aangeboden als een partnership. Dit is een van de basisvoorwaarden van fiduciair management; zonder een dergelijk partnership is het onmogelijk om een langetermijnrelatie tot stand te brengen. De uitwerking in de praktijk is echter vaak anders, omdat de 'partners' zich veelal niet als partners gedragen en bijvoorbeeld niet uitdrukkelijk uitspreken of vastleggen wat zij van elkaar verwachten. Hierdoor kan er geen sprake zijn van een wederzijdse "commitment" tussen de partners.

De term "fiduciair" heeft natuurlijk alles te maken met vertrouwen, maar veel pensioenfondsen vatten dat te letterlijk op. Zij veronderstellen dat de fiduciair manager er altijd voor hen is, in goede maar ook in minder goede tijden. Daarnaast is er de gedachte dat de fiduciair manager tijdig waarschuwt als het pensioenfonds de gevarezone nadert, zodat het fonds tijdig maatregelen kan nemen om bijvoorbeeld een

onderdekking te voorkomen of het risico te verlagen. Hier zijn de partners echter tekortgeschoten.

De fiduciair manager is zelf ook debet aan het in stand houden van dit soort opvattingen bij het pensioenfonds. Als fiduciair merk je immers direct wanneer de verwachtingen van je partner niet realistisch zijn. Daarnaast moet het voor de fiduciair snel duidelijk zijn of de partner wel voldoende inzicht heeft om op gelijk niveau met hem te kunnen communiceren. Mocht dit niet zo zijn, dan dient de fiduciair dit direct aan te geven en te bewerkstelligen dat de partner die kennis alsnog verkrijgt. Dit schept vertrouwen en versterkt de relatie.

Ken uw partner

Om een goed partnership op te bouwen is het van groot belang dat de fiduciair zijn partner goed kent. Het moet voor beide partijen helder zijn waar elk van hen voor staat. Om dit te bewerkstelligen is het verstandig dat het pensioenfonds de ABTN aan de fiduciair overhandigt met een uitgebreide toelichting. De ABTN geeft aan hoe het pensioenfonds georganiseerd is en wat de spelregels zijn, en is bovendien een belangrijk document ter verantwoording naar De Nederlandsche Bank. Het moge duidelijk zijn dat de fiduciair niet strijdig mag handelen met de ABTN.

De fiduciair zou op zijn beurt een verantwoordelijkheidsmatrix kunnen opstellen van alle processen waarvoor hij meent verantwoordelijk te zijn. Hierdoor wordt het bij het pensioenfonds duidelijk bij

wie zij terecht kunnen als er problemen dan wel vragen zijn die direct opgelost dienen te worden.

Verantwoordelijkheid

Pensioenfondsen denken vaak dat zij, door gebruik te maken van een fiduciair manager, zelf geen directe verantwoordelijkheid meer hebben voor hun beleggingen. Dit is een pertinente misvatting. De eindverantwoordelijkheid blijft volledig bij het pensioenfonds berusten, zelfs wanneer het grote delen van zijn activiteiten heeft uitbesteed. De fiduciair moet alles in het werk stellen om ervoor te zorgen dat het pensioenfonds volledig in 'control' is en kan blijven. Dit betekent voor het pensioenfonds dat het te allen tijde aan het roer moet blijven staan.

SLA (Service Level Agreement)

Het vertrouwen in de fiduciair en het fiduciair managementcontract heeft ertoe geleid dat er vaak geen SLA is opgesteld met betrekking tot de te leveren services en wederzijdse verplichtingen. Het pensioenfonds vertrouwt erop dat het contract en de integriteit van de fiduciair voldoende waarborg bieden voor een goede relatie. De praktijk heeft echter uitgewezen dat dit niet altijd opgaat. De fiduciair moet erop toezien dat er een duidelijke, toepasselijke en eenduidige SLA overeengekomen wordt. Dit is zelfs een van de belangrijkste voorwaarden voor het aangaan van een fiduciaire relatie gericht op de lange termijn. Van een "commitment" zoals hierboven genoemd kan alleen sprake zijn als er

duidelijkheid bestaat over de *wederzijdse* verplichtingen van de partners. Ook het pensioenfonds zal in de SLA moeten aangeven wat zijn verantwoordelijkheden zijn, opdat de fiduciair zijn services op het vereiste niveau kan uitvoeren.

Een belangrijk aandachtspunt binnen de SLA is de transparantie. De fiduciaire processen leken in eerste aanleg vrij overtuigend, althans in theorie, en schepten een band van vertrouwen. Toch zijn de feitelijke processen zoals die uiteindelijk door de fiduciair worden gevolgd, minder helder en transparant gebleken. Werkelijke transparantie wordt pas verkregen wanneer kan worden aangetoond dat de overeengekomen processen ook daadwerkelijk zijn gevolgd en uitgevoerd. Het is derhalve van belang om dit punt nader uit te werken in de SLA.

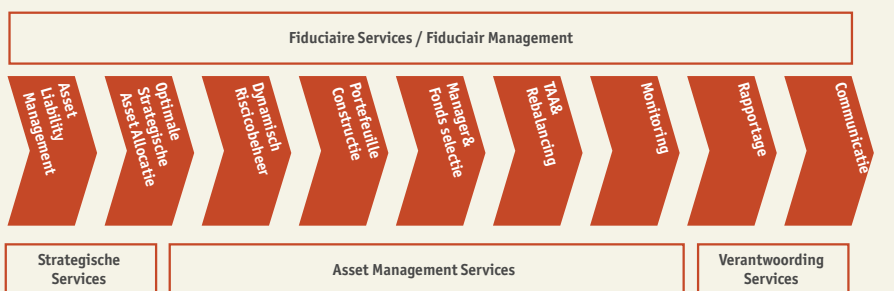
Om te kunnen controleren of de beschreven services naar behoren worden uitgevoerd, dient in de SLA te worden aangegeven hoe de fiduciair per service beoordeeld zal worden. Voor een volwaardig partnership echter zal de SLA ook moeten aangeven wat de eigen verantwoordelijkheden van het pensioenfonds zijn. De SLA regelt derhalve de activiteiten bij zowel de fiduciair als bij het pensioenfonds.

Beloningstructuur

Uitgangspunt voor de beloningstructuur moet zijn dat een fiduciair manager afgerekend wordt op de diensten die hij verricht en waarvoor hij is aangeesteld. Dit klinkt vanzelfsprekend, maar in de praktijk blijkt de beloning van de fiduciair maar al te vaak uit twee componenten te bestaan: een basic fee en een outperformance fee. De basic fee wordt uitgedrukt in basispunten van de AUM van het fonds dat onder fiduciair management is. De outperformance fee wordt berekend over het meerrendement dat het fonds behaalt boven een bepaalde benchmark.

Het is eigenaardig dat de basic fee gekoppeld is aan de AUM. De kwantiteit en kwaliteit van de diensten hangen immers niet samen met de AUM van

Figuur 1: Fiduciaire Services / Fiduciair Management





het fonds, maar met de wensen van het bestuur ten aanzien van de te leveren diensten. Het is daarom beter om als basic fee een vast bedrag af te spreken.

Door de beloning sterk te relateren aan de mate van outperformance ontstaat er een grote 'disalignment of interests'¹ tussen het pensioenfonds en de fiduciair. Wat betreft de outperformance fee zal de aandacht van de fiduciair voornamelijk uitgaan naar het behalen van die outperformance, wat niet in het belang is van het pensioenfonds. De eerste prioriteit van het pensioenfonds is immers de zorg voor zijn verplichtingen, gevolgd door het voldoen aan de eisen van de toezichthouder (pensioenfondsen willen over het algemeen geen 'gedoe' met de toezichthouder). Als derde prioriteit komt de rapportage aan de bestuursleden over de beleggingen, het gelopen risico en het te lopen risico². Als vierde zou de performance van de beleggingen genoemd kunnen worden; de outperformance komt pas op de vijfde plaats. Het is dan ook onverstandig om de beloning, naast een basic fee, alleen te baseren op de outperformance.

Om de beloning effectief te kunnen afstemmen op de verrichte services is het raadzaam om een flat fee per aandachtsgebied af te spreken (zie figuur), met een bonus/malus die afhankelijk is van de kwaliteit van de door de fiduciair geleverde services, zoals beschreven in de SLA. Een ander aandachtspunt bij de belo-

ning van de fiduciair is de mogelijkheid voor de fiduciair om de gelden van het pensioenfonds te beleggen in eigen 'huisfondsen' dan wel zijn eigen managers de gelden te laten beheren. Als de fiduciair zijn eigen fondsen en managers mag gebruiken voor het beheer van de gelden van het pensioenfonds, wordt de beloningsstructuur troebel. Bovendien is het maar zeer de vraag of oplossing waar de fiduciair manager voor kiest, in zo'n geval de optimale is. Ook moeten we ons afvragen voor het ontslag van een 'eigen' manager wel dezelfde procedure wordt gevolgd, en of deze procedure even consequent wordt toegepast, als bij externe managers.

Evaluatie van de partnership

De relatie tussen de fiduciair manager en het pensioenfonds wordt meestal niet geëvalueerd. Toch is het absoluut aan te raden om dat minimaal eenmaal per jaar te doen. Een dergelijk evaluatieproces is te vergelijken met een beoordelingsgesprek met een medewerker. Het uitgangspunt voor het partnerevaluatieproces is de SLA, waarin immers precies staat aangegeven welke diensten en werkzaamheden het fonds van de fiduciair verwacht en hoe deze beoordeeld worden. Uiteraard kunnen de activiteiten en wensen van een pensioenfonds na verloop van tijd veranderen, als gevolg van veranderende inzichten bij de sponsor of bij het pensioenfonds zelf, of door wijzigingen in de eisen van de toezichthouder. Tijdens het evaluatiegesprek kunnen de partners ook vervolgafspraken maken voor de te leveren diensten voor het komende jaar, die vervolgens in een nieuwe versie van de SLA worden beschreven. Op deze manier blijft de SLA up-to-date en de relatie 'shock-proof.'

Het verdient aanbeveling om, naast de jaarlijkse evaluatie tussen de partners, de fiduciair iedere drie tot vijf jaar te laten evalueren door een externe partij³. Zo wordt het pensioenfonds een soort spiegel voorgehouden ten aanzien van de relatie met de fiduciair. Een dergelijke evaluatie kan zeer verhelderend werken voor zowel het pensioenfonds als voor de fiduciair zelf.

¹ Een uitzondering zou gemaakt kunnen worden indien het fonds als benchmark haar werkelijke, reële, verplichtingen heeft bepaald.

² TFS heeft een bestuursrapport ontwikkeld van één pagina waarin de belangrijkste gegevens zijn opgenomen aangaande de beleggingen, verplichtingen en de gelopen risico's. Daarnaast geeft het rapport een goed inzicht in het verloop van de dekkingsgraad en de door de toezichthouder vereiste dekkingsgraad.

³ TFS heeft een methode ontwikkeld voor de assesment van fiduciair managers, waarbij de processen van fiduciair management geëvalueerd worden.

⁴ No man can serve two masters. J.C. Bogle (Journal of portfolio management – Najaar 2009).

Tot slot

Een pensioenfonds dat alle zaken goed geregeld heeft – de governance-structuur is in orde, de processen zijn beschreven en worden nageleefd, er is een contract dat voldoet aan de uitbestedingsregels van de toezichthouder en aan een SLA die jaarlijks met de fiduciaire partner geëvalueerd wordt – zal er vervolgens van uitgaan dat de fiduciair volstrekt te goeder trouw handelt.

Tot op zekere hoogte is dat uitgangspunt gerechtvaardigd. Inderdaad zal de fiduciair uit alles laten blijken het beste met zijn cliënt voor te hebben. Het gevaar schuilt echter in het feit dat de fiduciair ook verantwoording moet afleggen aan zijn eigen manager. Dit brengt vaak een zekere belangverstrengeling met zich mee. Wanneer de fiduciair een hogere bonus ontvangt over het binnenhalen van een nieuwe relatie dan over de beloningsfee van een bestaande relatie, zal zijn aandacht sterker uitgaan naar het werven van nieuwe klanten. Het is dan ook van belang dat een pensioenfonds zich realiseert dat een fiduciair geen twee heren tegelijk kan dienen⁴.