

# Fiduciair vermogensbeheer

door: Johan van der Veen en Anton van Nunen

*De kleinere institutionele belegger heeft het niet gemakkelijk. Om de noodzakelijke rendementen te behalen construeren de professionele vermogensbeheerders samengestelde portefeuilles waarin de klassieke beleggingscategorieën worden gecombineerd met meer recente varianten. Dit vereist verfijnde instrumenten van risicobeheersing, grote deskundigheid en toegang tot specialisten op de verschillende wereldmarkten. Voor de kleine institutionele belegger is het onmogelijk dit alles zelf professioneel in te vullen. De veel voorkomende gebalanceerde mandaten maken deze eisen evenmin waar. Fiduciair management is een manier om de benodigde hoogwaardige specialismen in te zetten tegen aanvaardbare kosten. Dit artikel beschrijft de structuur van fiduciair management en gaat in op ervaring van VGZ met deze nieuwe vorm van uitbesteden van vermogensbeheer.*



links, Johan van der Veen en rechts, Anton van Nunen

## **A Theoretische achtergrond van het uitbesteden van vermogensbeheer**

### **A.1 Probleemstelling**

Pensioenfondsen en andere institutionele beleggers moeten zich de vraag stellen of in hun beheersstructuur een efficiënt beleggingsproces gewaarborgd is, dat wil zeggen dat

- een maximale rendement-risico-karakteristiek wordt bereikt.
- het bestuur verzekerd is van een juiste delegatie (Wat doet het bestuur? Waar liggen de verantwoordelijkheden van de belegger?).
- het bestuur en de toezichthouder tevreden zijn over de beheersing van het beleggingsproces.
- een juiste kostenstructuur en een juist kostenniveau bereikt is.
- voldoende objectiviteit is gewaarborgd bij het nemen van de beleggingsbeslissingen en bij het evalueren daarvan.

Het antwoord op deze vraag moet gegeven worden in een omgeving die met name de laatste jaren sterk veranderd is.

### **A.2 Algemene omgevingschets**

Het bestuur is weliswaar niet verantwoordelijk voor de behaalde rendementen, maar is wel verantwoordelijk voor de wijze waarop de beleggings- ►

resultaten tot stand komen (Zijn goede beheerders ingezet? Worden de kosten bewaakt? Worden de risico's beheerst?). Hij wordt in dezen geconfronteerd met:

- Een toenemende complexiteit van het beleggingsproces, met aparte aandacht voor verschillende beleggingscategorieën, sectoren, markten en stijlen.
- Toenemende risico's door de grotere volatiliteit op de markten (marktrisico, actief risico, valutarisico) en dus een groter belang voor een goede risicospreiding.
- Vaak een toenemend belang van de beleggingsopbrengsten.
- Kritischer belanghebbenden/ toezichhouders/ toeschouwers (Z-score is slechts één uiting daarvan, maatschappelijk verantwoord ondernemen een andere).

### **A.3 Uitvoering van het beleggingsbeleid.**

Grote fondsen sturen het beleggingsbeleid zelf aan. De kleinere spelers delegeren het feitelijke beleggingsbeleid aan een of meerdere externe vermogensbeheerders. Deze krijgen richtlijnen mee, uitgevaardigd door de bestuurder.

De traditionele vorm van extern vermogensbeheer is de volgende:

- Eén externe beheerder met een bepaald mandaat of meerdere beheerders met dezelfde mandaten.
- Het strategische beleggingsbeleid en het ermee samenhangende tactische beleid worden al dan niet voorafgegaan door een asset-liability-management (alm) studie, die de ruimte voor beleggingsrisico's onderbouwt.
- Begeleiding/ uitvoering van de alm-studie door een consultant.
- Keuze van de beheerder(s) op voorpraak van een (vaak dezelfde) consultant.

Dat kan beter.

De grote institutionele beleggers moeten zich afvragen of hun teams voldoende expertise op alle relevante gebieden bezitten. Vaak zal dat het geval zijn, bijvoorbeeld door deelportefeuilles uit te besteden aan externen als vergelijkings-

materiaal. Even vaak echter zal blijken dat er weinig objectieve factoren zijn, die aangeven dat eigen teams de voorkeur verdienen. Een groot voordeel van extern beheer blijkt ook objectiviteit te zijn. Eenmaal genomen beleggingsbeslissingen worden in de eigen organisatie minder gemakkelijk teruggedraaid.

Het inhuren van externe beheerders door de kleinere fondsen geschiedt vaak niet op een wijze die het meest opportuun is.

- Bij het inhuren van balanced managers worden per definitie niet de kerncompetenties van de beheerders benut. Het ligt voor de hand dat een bepaalde manager beter is in bepaalde activacategorieën dan in andere (niemand is overal de beste in). Zelfs bij het inzetten van gespecialiseerde managers is het de vraag of die benutting plaats vindt. Slechts de zeer grote huizen beschikken over voldoende data en adequate systemen om de goede beheerders te vinden en deze efficiënt samen te voegen.
- Bij één beheerder, maar ook bij meerdere gebalanceerde mandaten, is er geen sprake van optimale inzet van het risicobudget (vaak voeren balanced managers portefeuilles met gelijksoortige risicokenmerken, waardoor er onvoldoende diversificatie-effecten zijn in de combinatie van managers).
- Selectie van beheerders vereist specifieke deskundigheid en vooral onafhankelijkheid (en daarom voldoen sommige consultants niet); een foutieve keuze kan niet snel ongedaan worden gemaakt.
- De constructie van een efficiënt beleggingsmodel (activamix, regionale verdeling, sectorale verdeling, stijldiversificatie, al dan niet tactisch beleid, valuta-afdekking, duration-beleid) is een gecompliceerde opdracht, die slechts uitgevoerd kan worden door een zeer professionele organisatie.
- De specifieke beleggingsdeskundigheid kan een waardevolle aanvul-

ling zijn op de alm-studie. De adviseursrol is idealiter gekoppeld aan de rol als beheerder ('put the money where the mouth is'; de adviseur wordt geconfronteerd met zijn eigen voorstellen).

- De bewaking van het gevoerde beleid van de feitelijke managers is een intensieve en gecompliceerde taak, die een bepaalde bezetting van een eigen beleggingsafdeling vereist dan wel door een andere partij moet worden uitgevoerd. Deze complexiteit neemt meer dan evenredig toe als het aantal mandaten toeneemt en geen sprake is van gelijksoortige mandaten.
- De richtlijnen, die uitgevaardigd worden door de opdrachtgever, hebben vaak meer invloed op de beleggingsresultaten dan wordt bedoeld. Daarmee neemt de opdrachtgever dan impliciet beslissingen die risico en rendement van de beleggingen rechtstreeks beïnvloeden.. Er wordt dus direct invloed uitgeoefend op het beleggingsbeleid.

Een betere wijze van uiteindelijke verantwoordelijkheid nemen voor het beleggingsbeleid, zonder specifieke beperkende richtlijnen uit te vaardigen, is het formuleren van een risicobudget. Dat kadert de beleggingsmogelijkheden in (wat ook de bedoeling is), zonder specifieke markten en/of producten te verbieden of te beperken (anders dan via het neutrale risicobudget).

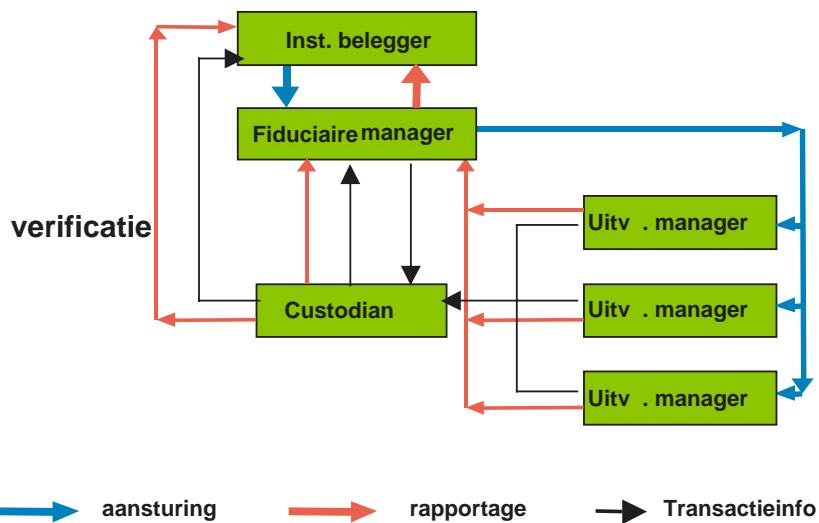
Een betere oplossing vereist:

- De inzet van een integere en deskundige partij.
- Het bestaan van gelijkgerichte belangen van bestuur en beheerder.
- Een bestuur dat verantwoordelijk blijft, echter zonder op de stoel van de beheerder te gaan zitten.

### **A.4 Fiduciair management als speciale vorm van extern beheer**

Fiduciair management is een vorm van extern beheer (zie figuur 1), dat aan voornoemde voorwaarden voldoet en dat de nadelen van het traditionele externe beheer vermijdt.

## Manager structuur



De term fiduciair management gaat terug op Keith Ambachtsheer en Don Ezra, die de term hebben geïntroduceerd in hun boek 'Pension Fund Excellence'.

Centraal staan bij hen de 'fiduciaries': mensen die het vertrouwen van de bestuurders hebben gekregen om de middelen van het fonds te beheren en daarmee de doelstellingen van het fonds te helpen realiseren (beleggingen zijn geen doel maar een middel). Rendementen in de toekomst zijn onzeker en bestuurders zullen niet daarop worden afgerekend, maar wel op de vragen of, achteraf bezien, het beslissingsproces en de genomen beslissingen zodanig waren, dat de beste voorwaarden voor een goed beleggingsbeleid waren gecreëerd.

Het vinden van een goede, zogenaamde fiduciaire manager is een moeilijke zaak. Dat wordt veroorzaakt door het uitgebreide takenpakket van een dergelijk type manager.

- Advies: reeds in een zeer vroeg stadium, liefst bij het alm-onderzoek, wordt de adviseur ingeschakeld.
- Constructie: de fiduciaire manager moet een efficiënte beleggingsportefeuille construeren, waarbij de randvoorwaarden van de opdrachtgever meegenomen worden (niet teveel randvoorwaarden, want dan zit de opdrachtgever teveel op de stoel van de belegger). Optimale diversifi-

catie moet worden bereikt, zodat per eenheid risico een maximaal verwacht resultaat bereikt wordt.

- Selectie: de efficiënte portefeuille wordt belegd door een verzameling managers, die zeer strak moeten worden gevolgd en waar de selecteur duidelijk gehoord wordt bij kritische kanttekeningen.
- Monitoring: het volgen en bewaken van de externe managers kan als aparte taak worden onderscheiden.
- Rapportage: de fiduciaire manager moet rapporteren op de wijze die de opdrachtgever wenst (hij blijft de enige verantwoordelijke) en de toezichhouder eist.

In wezen komt het tewerkstellen van een fiduciaire manager erop neer dat externe expertise wordt ingehuurd die anders slechts voor de grootste beleggingsorganisaties is weggelegd. Door de specifieke contractvorm wordt gecureerd dat deze expertise ten faveure van de opdrachtgever wordt ingezet.

### A.5 Het vinden van de juiste fiduciaire manager en de tewerkstelling daarvan

Deze zoektocht moet worden ondernomen door onafhankelijke deskundigen. Elke zweem van belangenverstengeling moet worden tegengegaan. Bij deze tocht moet het keuzeprocess in verschillende stadia worden uitgevoerd, waarbij de opdrachtgever steeds be-

slismomenten kent met zoveel mogelijk objectieve en anderszins met zo objectief mogelijke criteria.

Plan van aanpak: fase 1: planvorming

- ALM of vergelijkbare analyse doen uitvoeren.
- Strategisch beleid vaststellen.
- Keuzen maken: Wil het bestuur operationele verantwoordelijkheid dragen en wat wil het uitbesteden?
- Uitvoeren van een sterkte/zwakte analyse, dus de mogelijkheden en beperkingen van de eigen organisatie onderkennen. Een zeker minimum aan eigen inzet is vereist, aangezien ook de fiduciaire manager kritisch moet worden gevolgd.

Plan van aanpak: fase 2: voorbereiding

- Formuleren van de taakstelling van de fiduciaire manager.
- Vaststellen van selectiecriteria van de fiduciaire manager.
- Opzetten van het selectieproces (long list, short list).

Plan van aanpak: fase 3: selectie

- Uitnodiging aan managers doen uitgaan voor presentaties.
  - Beoordelen van de documentatie tezamen met de interne beleggingsfunctionaris of opdrachtgever.
  - Gesprekken met de potentiële fiduciaire managers en wederom beoordelen van de documentatie.
  - Eerste keuze (verkorte short list), in samenwerking met de opdrachtgever.
  - Bedrijfsbezoeken afleggen. Dan worden selectiecriteria, die betrekking hebben op de organisatie, getoetst en kan het geschetste beeld bevestigd worden of wordt duidelijk dat realiteit en presentatie van elkaar afwijken.
  - Tweede keuze.
  - Aanvullende criteria specificeren (bijvoorbeeld wijze van feeberekening, waaronder de mogelijkheid van een aan de performance gerelateerde vergoeding, functie en zwaarte van de liaison-officer).
  - Finale keuze: deze wordt samen met de eindverantwoordelijke voorbereid.
- De finale keuze van de fiduciaire manager is een moeilijke

omdat de potentiële managers in de eindfase in grote mate gelijkwaardig zijn. Enkele punten kunnen de doorslag geven, ook zaken die in eerste instantie niet echt belangrijk zijn of lijken:

- Al dan niet performance gerelateerde fee (mechanisme voorradig voor opdrachtgever, dat afdwingt dat belangen van beheerder en opdrachtgever in één lijn liggen).
  - Is de beleggingsinstek leidend of is een meer researchgerichte benadering te prefereren?
  - Meer of minder accent op tactisch beleid.
  - Meer of minder gebruik van fondsen tegenover directe mandaten.
  - Het deel van het vermogen dat de fiduciaire manager zelf beheert.
  - Gut feeling en mineure punten (presentatie).
- Plan van aanpak: fase 4: implementatie.
- Onderhandelingen over condities.

- Opstellen van het contract met de fiduciaire manager en van de basisvorm van de contracten met de ingehuurde asset managers.
- Beleidsbepaling, vaststellen risicobudget, voorbereiding van mandaten en goedkeuren van de beleggingsrichtlijnen per mandaat.
- Transitie (is een transitie-manager nodig en zo ja welke, welke periode, precieze opdracht: indexportefeuille of ook hier streven naar outperformance?).
- Evaluatie.

De transitie van de ene vorm van beheer naar de andere kan een aparte problematiek vormen.

Het is namelijk denkbaar dat bestaande managers, wetende dat hun contract aflopend is, minder gemotiveerd zijn in hun taak, waardoor de performance terugloopt. Indien dat blijkt, moet snel worden ingegrepen via een transitie-management. Ook in zijn algemeen-

heid wordt overigens gepleit voor een gespecialiseerde transitie-manager. In de literatuur wordt erop gewezen dat een slecht uitgevoerde transitie grote kosten met zich kan brengen.

Afhankelijk van de moeilijkheidsgraad van de portefeuille kan een transitiefase meer of minder beperkt zijn. Ingeval de bestaande managers op dezelfde wijze als daarvoor blijven functioneren, is een uitgebreid contract met omschrijving van de taken van de transitie-manager en een langdurige interim periode niet nodig. Dan kan worden volstaan met een mandaat, dat voorziet in het op de meest efficiënte wijze overzetten van de bestaande beleggingen in de wenselijke startportefeuille van de nieuwe managers.

#### **A.6 De combinatie van fiduciaire manager en custodian**

Wanneer de beslissing rond de keuze van fiduciaire manager zich aftekent,

#### **Waarom stapt VGZ over naar fiduciair management?**

*VGZ is een zorgverzekeraar die in zijn kernactiviteit zijn naam hoog wil houden:*

*een hoog serviceniveau van gezondheidszorg tegen een lage prijs. Beleggingen zijn dus geen onderdeel van die kernactiviteit maar de rendementen zijn wel zeer belangrijk om een acceptabel prijsniveau te kunnen handhaven.*

*Daarom heb ik gezocht naar een mogelijkheid om het maximale rendement te halen uit een beleggingsbeleid dat qua risico past bij onze bedrijfsvoering.*

*Na veel voorbereiding heeft dat geleid tot een goede koppeling tussen aan de ene kant Goldman Sachs, die beleggingsrisico's goed in kaart brengt en de ruimte in ons beleggingsbeleid optimaal benut, en aan de andere kant Ortec, die als adviseur ons goed inzicht blijft geven in de risico's die met onze bedrijfsvoering samen hangen.*

*Beide doen dat met dynamische modellen, zodat deze twee beleidsterreinen in samenhang goed aangestuurd worden. Uiteindelijk profiteren de klanten van ons coöperatieve verzekeringsbedrijf daarvan.*

*Fiduciair management biedt ons de mogelijkheid hoogwaardige expertise in te kopen op alle terreinen van de huidige beleggingspraktijk tegen acceptabele kosten. Deze situatie is tot stand gebracht na een zorgvuldig traject begeleid door de heren Van der Veen en Van Nunen. De ondersteuning van de strategie, de selectie uit gerenommeerde partijen en de implementatie is door beiden goed en tot onze tevredenheid uitgevoerd.*

**Hans Kestens**



Hans Kestens, Raad van Bestuur VGZ

is het zaak de taken van de custodian exact te definiëren. Aangezien de complexiteit van het beleggingsproces zal toenemen met de komst van een fiduciaire manager, wordt het takenpakket van de custody bank omvangrijker en ingewikkelder. De grote verantwoordelijkheid die bij de fiduciaire manager is neergelegd, vereist zorgvuldig toezicht. De custodian vervult daarbij een zware rol. Niet onwaarschijnlijk is dat van custodian gewisseld moet worden, gaande van balanced managers naar een fiduciair contract. In de praktijk blijkt namelijk dat slechts de grote huizen de vereiste organisatie en diepte hebben om de opdrachtgever van tijdige en exacte informatie te voorzien.

## **B. Praktijk bij Ziektekostenverzekeraar VGZ**

### **B.1 Beslissingsproces**

Voordat de presentaties van kandidaten werden gehouden, werd een lijst samengesteld van alle wenselijke karakteristieken van de toekomstige fiduciaire partner. Na deze presentaties bleven vijf partijen over. Belangrijke criteria waren voldoende onafhankelijk afdeling voor risicomanagement, diepgaande kennis van een voldoende groot aantal externe managers (wereldwijd), en aantoonbare ervaring met fiduciair management. Een delegatie van de opdrachtgever VGZ bezocht daarop de overblijvende vijf.

Na zorgvuldig onderzoek van alle delen van deze organisaties bleek dat alle vijf de taak aan zouden kunnen, maar twee ervan bleken eersteklas te zijn, gegeven de voorwaarden van het bestuur van VGZ. De verschillen concentreerden zich op het gebied van toewijding (het fiduciair kantoor is een speerpunt van de totale organisatie), risicobeheersing (het hoofd van de afdeling risicomanagement is onafhankelijk van de beleggingsafdeling), organisatie (goed evenwicht tussen de belangrijke afdelingen risicobeheersing en beleggingen, hoge kwaliteit van de bezetting, enzovoort).

### **B.2 Transitiefase**

Tijdens de besluitvorming liep de performance van de vermogensbeheerders verder terug. Aangezien de procedure van besluitvorming en onderhandeling nog wel enige tijd zou vergen, is een transitie-manager ingezet met als taak gedurende de overgangperiode een passief beleid te voeren. In voorkomende gevallen kan dat overigens een afdeling zijn van de beoogde fiduciaire manager (dat was ook het geval bij VGZ), wat de transitie sneller en goedkoper maakte dan normaliter het geval is.

### **B.3 Opstellen van de contracten**

De adviseurs hebben de contracten voor het fiduciaire management en voor alle externe managers zelf vormgegeven, met hulp van een gespecialiseerde juridische firma. Er kon geen genoegen genomen worden met de standaardcontracten, omdat deze teveel vrijheden toestonden aan de fiduciaire manager en de externe managers en omdat VGZ geen ellenglange Amerikaanse documenten, gebaseerd op Amerikaanse regels, wenste. In plaats daarvan baseerden de adviseurs zich op Nederlandse wetgeving en slaagden erin het fiduciaire contract te beperken tot zo'n twintig pagina's. Daarnaast werden 12 bijlagen opgesteld, waarin specifieke zaken werden geregeld, zoals de precieze beleggingspolitiek, de vrijheden van managers met betrekking tot het innemen van eigen posities, de feestructuur, het beleid met betrekking tot soft dollars etcetera. Een aantal bijlagen wordt regelmatig verversd indien de omstandigheden dat vereisen. Een bijzondere bijlage is gewijd aan de performance gerelateerde vergoeding van de fiduciaire manager. Een belangrijk nadeel van performance gerelateerde fees is, dat de manager meer risico neemt om hogere rendementen te behalen. Bij VGZ is daarom een voor risico gecorrigeerde performance fee ingevoerd. In deze constructie wordt bij gelijk rendement de prestatievergoeding lager naarmate het risico toeneemt en omgekeerd.

### **B.4 Positieve reacties van buiten**

De externe auditor van VGZ heeft een rapport over het gehele proces geschreven en zijn bevindingen zijn zeer positief. De toezichthouder is zeer ingenomen met het initiatief van VGZ.

### **B.5 De situatie bij VGZ na invoering van de fiduciaire structuur in 2002**

Gedurende 2002 is de structuur van het vermogensbeheer grondig gewijzigd: van vier balanced managers via een interim management naar een fiduciaire structuur. Na negen maanden bleek een outperformance gerealiseerd te zijn van 1,85%-punten. Na de beheervergoeding resteerde 1,4%-punten. De conclusie is dat het fiduciaire beheer de eerste fase goed heeft doorstaan, temeer daar veel transactiekosten moesten worden gemaakt. Deze hielden verband met de gewijzigde beheerstructuur (drie veranderingen), maar ook met externe zaken als onttrekkingen, herschikkingen en het invoeren van andere benchmarks. De te betalen vergoeding is gestegen, vergeleken met de vroegere beheersituatie, maar die kosten worden meer dan goedgemaakt door het extra rendement. Overigens moet hieruit niet de conclusie getrokken worden, dat bij minder extra rendement het nettorendement onder druk staat: de (performance gerelateerde) fee werkt stabiliserend.

#### **Johan van der Veen**

*Zelfstandig via Revolve Adviesbureau, Apeldoorn  
Organisatieadviseur en interim manager  
Meer dan 25 jaar financiële dienstverlening  
Oriëntatie op bestuurlijke organisatie*

#### **Anton van Nunen**

*Zelfstandig via Vermogensbeheer Alphen  
Meer dan 15 jaar vermogensplanning en vermogensbeheer  
Ex docent Universiteit Tilburg  
Vermogensbeheer Rabobank International, Interpolis en Van Spaendonk*