

VOORZITTER:

Karin Roeloffs, *Avida International*

DEELNEMERS:

Tim Barlage, *KPMG Advisory*

Twan van Erp, *Achmea Investment Management*

Bertjan Kobus, *Sprekels & Verschuren*

Johan de Kruijf, *Voor Raad en Bestuur*

Hedwig Peters, *Hedwig Peters Consulting*

Gerard Roelofs, *Kempen Capital Management*

Gerben Schreurs, *BlackRock*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Achmea Investment Management, BlackRock en Kempen Capital Management.

Foto's: Ruben Eshuis Fotografie



À LA CARTE LIJKT BESTE BUSINESS MODEL VOOR FIDUCIAIRS

Door Baart Koster

Het deelnemersveld van de Ronde tafel bij Financial Investigator was even veelzijdig als het gesprek zelf. Unbundling, portefeuille-inrichting, ESG, innovatie en de prangende vraag of fiduciair management überhaupt nog wel een levensvatbaar business model is voor de aanbieders daarvan; ze kwamen stuk voor stuk op de snijtafel terecht. ‘Ook als je niet intern aanstuurt en dus volledig via open-architecture werkt, heb je als fiduciair nog altijd een verdienmodel.’



Er is een levendige belangstelling voor en een blijvende behoefte aan informatie over fiduciair management, constateerde tafelvoorzitter Karin Roeloffs. En dat is niet verwonderlijk. Want niet alleen het dienstverleningsmodel en de fiduciaire markt zijn doorlopend in verandering, ook de vele technologische ontwikkelingen en de toenemende maatschappelijke en wettelijke eisen die aan beleggers worden gesteld, maken efficiënt en effectief fiduciair management tot topsport. Het eerste rondje van de voorzitter langs de deelnemers had dan ook als doel alvast enige structuur aan te brengen in dat mêlee aan veranderingen.

Wat is voor jullie de belangrijkste ontwikkeling op het gebied van fiduciair management in het afgelopen jaar?

Twan van Erp: 'Vanuit onze praktijk is er veel meer aandacht

gekomen voor ESG. Dat onderwerp staat al veel langer in de belangstelling van pensioenfondsen, maar met de doorvertaling van ESG in de beleggingsproducten en de realisatie van ESG als integraal onderdeel van de beleggingsstrategie, is het onderwerp hoog op de agenda gekomen. Dit heeft ook te maken met regelgeving en met het Convenant Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen, waar veel aandacht voor is geweest.'

Gerard Roelofs: 'Tevens zie ik een ontwikkeling ten aanzien van het alles-in-één servicemodel. Er is tegenwoordig echt sprake van unbundling. Ik denk dat fiduciair management meer en meer een menukaart wordt waar klanten uit kunnen kiezen. Dat merk je ook in de hoeveelheid mandaattypen die vorig jaar op de markt zijn gekomen. Bij dat alles in-één servicemodel praat je over een strategie, een selectie, portefeuillemanagement, een implementatiemodule, alsmede over wat ik een monitoring

> **Karin Roeloffs** is als Senior Partner verbonden aan Avida International. Zij heeft meer dan 25 jaar ervaring in de financiële sector en werkte eerder bij ABN AMRO, APG en Mercer. Roeloffs was partner bij Mercer, waar zij van 2011 tot 2018 leiding heeft gegeven aan het Investments Team in Nederland. Daarvoor heeft zij gewerkt bij APG Asset Management waar zij hoofd was van de Client Portfolio Managers. Tijdens haar lange loopbaan bij ABN AMRO is Roeloffs werkzaam geweest in de divisies Investment Banking en Asset Management. Binnen ABN AMRO Asset Management was zij Hoofd van het institutionele team in de Benelux. Roeloffs is afgestudeerd als econoom aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en het Europa College in Brugge.





> **Tim Barlage** is werkzaam bij KPMG Advisory. Hij richt zich met name op het leveren van adviezen op het gebied van vermogensbeheer aan pensioenfondsen, verzekeraars en charitatieve instellingen. Zijn primaire focus ligt op het ondersteunen van deze partijen bij het uitvoeren van evaluaties van hun (fiduciair/integraal) vermogensbeheerder en het vormgeven en begeleiden van selectietrajecten richting een (nieuwe) vermogensbeheerder. Een andere kernactiviteit van Barlage is het ondersteunen van opdrachtgevers bij beleggingsonderzoeken vanuit de toezichthouder. Aan de VU Amsterdam heeft hij zijn doctoraal titel behaald in de richting Bedrijfseconomie met specialisatie investments.

risk-overzicht zou willen noemen. Zeker in de beginperiode van fiduciair management was dat een alles-in-één concept. Al dan niet gedreven door pensioenfondsbesturen of DNB, zie je nu dat dit model 'unbundeld' wordt. Naar mijn mening ontcom je er niet aan om je eigen dienstverlening als een soort menukaart aan te leveren. Veel fiduciairs zijn daar al mee bezig en je ziet die trend doorzetten.'

Hedwig Peters: 'Denk je ook niet dat dat mede komt door de trend van consolidatie binnen de fondsen, waardoor pensioenfondsen wat professioneler worden aangestuurd dan pakweg tien jaar geleden?'

Roelofs: 'Zeker. Bij hele grote fondsen zie je dat een aantal activiteiten voortkomt uit de opbouw van 'countervailing power' richting externe partijen. Daardoor zie je dat bestuursbureaus groter en professioneler worden en ook een aantal taken gaan 'in-sourcen'. Daarmee hebben pensioenfondsen ook niet altijd meer alle diensten van de fiduciair nodig. Dus dat is een elkaar beïnvloedende wisselwerking.'

Bertjan Kobus: 'Wij zien vooral dat pensioenfondsen nu nadenken over de inrichting van hun vermogensbeheerprocessen en zichzelf vragen stellen als 'wie doet wat?' Dat leidt tot een toenemende scheiding van activiteiten. Bij pensioenfondsbesturen groeit het

befes dat ze een grote verantwoordelijkheid hebben en ze willen dat proces nu opnieuw vormgeven. Strategie wordt bijvoorbeeld bij een andere partij ondergebracht dan balansmanagement, vermogensbeheer of controle. Daarmee verandert de klantvraag richting de fiduciair managers. Pensioenfondsbesturen willen met andere woorden korter op de bal spelen. Een andere belangrijke ontwikkeling zijn de investment cases, waarin het mandaat vanuit het pensioenfonds wordt gespecificeerd. De eerste stappen daarin worden niet meer primair uitgevoerd door de fiduciair manager. Die krijgt gewoon een opdracht van het fondsbestuur dat zegt: 'we willen deze benchmark onder deze instructies en deze sectorweging'. Zo krijgen pensioenfondsen meer grip op dat proces.'

Tim Barlage: 'Ik denk wel dat er onderscheid gemaakt moet worden tussen wat kleinere en middelgrote pensioenfondsen versus de echt grote fondsen. Zeker bij de unbundling zie je vaak dat er een governance-last bij komt en die last moet je als pensioenfonds wel kunnen absorberen. Je ziet dan ook dat bestuursbureaus groter worden. Er komen meer taken bij fondsbesturen binnen en dat moet je wel goed organiseren.'

Gerben Schreurs: 'Wat naast bovengenoemde onderwerpen bij onze fiduciaire relaties speelt, is de toegenomen aandacht voor het inrichten en bijsturen van de beleggingsportefeuille. De marktvolatiliteit neemt toe, dus je moet vanuit het risicomanagement goed kijken naar wat er gebeurt in de wereld en naar hoe je portefeuilles robuuster kunt maken.'

Maar wat is er in het inrichten van beleggingsportefeuilles dan precies veranderd ten opzichte van vijf jaar geleden?

Schreurs: 'Er spelen andere onderwerpen dan vijf jaar geleden. De vraag waar je de rendementen kunt halen, wordt tegenwoordig beantwoord middels beleggingsportefeuilleconstructies. Er is nu ook meer aandacht voor kosten. Er wordt bijvoorbeeld gekeken hoe je een portefeuille met dezelfde asset classes goedkoper kunt construeren. Daarnaast is het aantal smaken sterk toegenomen. Vroeger was het index- of actief beleggen. Inmiddels zit daar een heel spectrum aan mogelijkheden tussen, zoals smart indexing, waar je heel veel in kunt doen.'



Roelofs: 'Door de low yield-omgeving waarmee we te maken hebben, worden beleggingsportefeuilles steeds meer gediversificeerd. De illiquiditeitspremie wordt meer en meer opgezocht, aan de leningskant, maar ook in reële categorieën zoals vastgoed, infrastructuur en land. De keuzediversiteit neemt tevens toe door de opties om al dan niet smart beta-factoren te zoeken. Ik zie ook daar meer diversiteit dan twee tot drie jaar geleden.'

Schreurs: 'Inderdaad, enkele jaren geleden ging het om het terugdringen van complexiteit. Nu zie je weliswaar nog niet dat partijen alle portefeuilles omgooien, maar je ziet wel dat de vraag bij fondsen actueel is geworden of het qua aangeboden beleggingsoplossingen en -producten niet allemaal wat té eenvoudig is geworden.'

Johan de Kruijf: 'Even los van de discussie wat je als pensioenfonds wel en niet zelf doet, zie ik ook dat er sprake is van een intensivering van bestuursbureaus. Je ziet de discussies 'wat kunnen we wel en wat niet' en dan moet je specialiseren. Ik denk sowieso dat je moet nadenken over de vraag wat je met je illiquide portefeuille doet. Of je daarvoor niet veel meer met specialisten moet werken in plaats van dat geheel aan de fiduciër over te laten. Daar is een heel andere benadering voor nodig dan bij het liquide deel van de klantportefeuille. Dat zijn voor mij de thema's waar het om draait bij de vraag wat je de fiduciër als opdracht meegeeft.'

Dat is een interessante opmerking. Jullie zeggen dus dat de beleggingsportefeuilles weer complexer worden. Kun je dan als fiduciër manager portefeuillemanagement, managerselectie et cetera nog wel allemaal zelf doen?

Van Erp: 'Nou, je ziet ook niet voor niets dat marktpartijen elkaar opzoeken en onderzoeken of ze bijvoorbeeld op het terrein van illiquide beleggingen samen kennis en inkoopkracht kunnen bundelen.'

Peters: 'Private equity lijkt in grote lijnen op fundamenteel beleggen in aandelen. Dat begrijpen we allemaal wel, maar je ziet ook dat fondsen een groot deel vastgoed in de portefeuille



hebben. Wil je bijvoorbeeld beleggen in indirect vastgoed, dan mis ik wel degelijk een eigen expertise bij fiduciër managers. De meeste fiduciairs die ik ken, kunnen dat ook niet echt aanbieden. Dat doet bij mij de vraag rijzen: 'hoe gaan we hier handen en voeten aan geven?' Want ik zou er als bestuurder wel behoefte aan hebben om daar meer ondersteuning bij te krijgen.'

De Kruijf: 'Je kunt met je fiduciër manager best een selectie van potentiële adviseurs maken die specialist zijn op bijvoorbeeld vastgoed. Dan is die adviseur in feite niet ingehuurd door die fiduciër, maar door het pensioenfonds. Dan pakt die adviseur op dat specifieke deelgebied de rol van fiduciër. De adviseur staat dan naast de fiduciër manager als fiduciër voor die speciale asset class.'

Kobus: 'Dat is inderdaad een innovatieve oplossing en dat brengt me op de vraag of fiduciairs überhaupt wel voldoende innovatief kunnen zijn. Ze worden namelijk geacht aan veel meer wetgeving te voldoen, waardoor hun organisatie meer gefocust raakt op compliance. Fiduciële organisaties worden dus heel erg procesgericht en procesgedreven. Het zijn zodoende niet altijd de partijen die komen met nieuwe ideeën, zoals suggesties voor nieuwe asset classes, omdat dergelijke innovatie door het veranderde organisatietype niet echt meer wordt gestimuleerd en

> **Twan van Erp** is sinds 1 oktober 2016 Hoofd Strategisch Portefeuille Advies van Achmea Investment Management en maakt onderdeel uit van het directieteam van Achmea IM. Binnen Achmea IM is hij verantwoordelijk voor de portefeuilleconstructies, het financieel risicobeheer en de strategische beleggingsvraagstukken van klanten. Daarvoor heeft Van Erp verschillende managementrollen vervuld bij Achmea en Interpolis. Hij is zijn carrière gestart bij ING in de rol van actuaris en ALM-specialist. Van Erp is in zijn loopbaan betrokken geweest bij een groot aantal pensioeninhoudelijke vraagstukken en acteert vanuit zijn adviesprofiel op het snijvlak van pensioenbeleid en vermogensbeheer. Hij studeerde Econometrie en Actuariële Wetenschappen aan de Universiteit van Tilburg.





> **Bertjan Kobus** is als partner van Sprenkels & Verschuren verantwoordelijk voor de Investment Consultancy-dienstverlening aan institutionele klanten. Hij adviseert beleggingscommissies en besturen van pensioenfondsen, verzekeraars en charitatieve instellingen over vermogensbeheer. Naast zijn advieswerk begeleidt hij ook pensioenfondsen bij het inrichten van hun vermogensbeheerproces en het selecteren/evalueren van fiduciairs. Kobus is afgestudeerd in Technische Wiskunde aan de Universiteit Twente en Investment Management (RBA) aan de VU.

verlangd. De nieuwe ideeën die er zijn, moeten helemaal door de organisatie heen en verdwijnen vaak ergens in dat proces. Kortom; het moeten voldoen aan meer wet- en regelgeving vraagt om een ander type medewerker. En dat zie ik ook in de praktijk.'

Schreurs: 'Kun je dat zo wel stellen? Wij, maar ook andere fiduciairs, ontwikkelen zich continu door. Dus dat we weinig innovatief zouden zijn, herken ik niet. Wél geldt dat heel veel innovatie gedreven wordt door klanten. Innovatie betreft een breed spectrum: van het aanbieden van nieuwe producten tot het digitaliseren van end-to-end processen. Dit laatste is mogelijk minder direct zichtbaar, maar zorgt wel voor significante verlaging van kosten en risico's bij het effectief en efficiënt bijsturen van portefeuilles.'

Kobus: 'Het is goed dat klanten innovatie drijven door ernaar te vragen, maar wij hebben in het verleden ook ervaren dat als we in infra of private equity wilden beleggen, we het niet van de grond kregen. Simpelweg omdat de fiduciaire organisatie er niet op uitgerust was.'

Maar je hebt innovatief en innovatief. Nu gaat het over een inhoudelijk beleggingsonderwerp en onder andere over de vraag of je bepaalde nieuwe asset classes gaat toevoegen. Daarin zou ik partijen eigenlijk eerder willen aanmoedigen om niet te innovatief te zijn, want je gaat niet zomaar even een asset class beheren als je dat eigenlijk niet goed kunt. In dat geval vind ik het innovatief om juist met een gespecialiseerde partner te gaan samenwerken.

De Kruijf: 'De discussie over innovatie bij de fiduciair is voor mij een afgeleide van wat je wilt in je ALM. Als je in je ALM bepaalde

Met betrekking tot ESG is de cruciale vraag wat mij betreft heel simpel, namelijk: waar wil je maatschappelijk mee geassocieerd worden en waarmee niet?

zaken dichtzet, bijvoorbeeld dat je niet wilt beleggen in private equity of emerging markets, dan komen daar bepaalde uitkomsten uit. Dus het zit veel meer in welke keuzes je als fonds maakt om via je ALM jouw middelen weg te zetten, wat je daarin realistisch acht en wat jouw fiduciaire dienstverlener daarin kan betekenen. Pas daarna volgt de feitelijke vraag: hoe gaan we dat managen? En daar kan nog steeds uit komen: dit gaan we niet doen, omdat het te complex is om uit te voeren.'

Unbundling is, zoals eerder gezegd, een van de actuele trends. Wat zijn jullie gedachten hierover?

Barlage: 'Voor ons blijft het principe: ga gerust kijken naar partijen om unbundling bij onder te brengen, maar ga allereerst kijken of alle onderdelen op voldoende kwalitatief niveau worden uitgevoerd door één fiduciair. Pas als er onderdelen zijn die niet het gewenste kwaliteitsniveau behalen, dient volgens ons naar unbundling te worden gekeken. Maar je moet dus niet op voorhand al van unbundling uitgaan. Een belangrijke reden hiervoor, naast de eerdergenoemde governance-last voor het pensioenfonds, is dat het pensioenfonds dient te waken voor het aansprakelijkheidsvraagstuk. Als bij het unbundled model in de keten een fout wordt gemaakt, wie kan het pensioenfonds hiervoor dan aansprakelijk stellen? De kans is aanwezig dat verschillende partijen naar elkaar gaan wijzen.'

Kobus: 'Ik vind het goed dat, waar voorheen partijen gewoon de markt opgingen op zoek naar een fiduciair, er nu bij voorbaat nagedacht wordt over wie wat doet. Dus je maakt nu eerst een blauwdruk vermogensbeheer en gaat daarna pas op zoek naar een partij die daarop aansluit. Dat leidt soms tot het onderbrengen bij één partij en soms tot het onderbrengen bij meerdere partijen. Dat partijen er vooraf over nagedacht hebben, leidt er volgens mij ook toe dat de klantvraag verandert. Dat de klant zegt 'jullie bieden dit, dit en dit en dat is mooi, maar nét niet wat ik zoek. Kunnen jullie je propositie niet veranderen?' Terwijl voorheen de proposities best wel statisch waren. Men zei simpelweg 'dit en dit verkopen we, kiest u maar.'

Peters: 'Herkenbaar, dat merk ik ook als ik bij verschillende fondsen zit. Maar ook daar staat of valt het heel erg met de

kwaliteit van het bestuur en met de bestuursvorm. Bij grote fondsen past wel dat je niet alles bij één partij onderbrengt, maar wees met zijn allen heel duidelijk over waar de scheidingslijnen liggen en wat waar wel en niet in elkaar moet grijpen. Dat moet wel heel helder zijn.'

Van Erp: 'Het punt dat ik nog wil maken over bundling versus unbundling is dat wanneer je het hebt over feeverdeling en aansprakelijkheidsverdeling, daar een drempel zit voor marktpartijen. Het is namelijk veel gemakkelijker om een klein afgerond onderdeel van de fiduciaire keten af te grendelen en daar een goede prijs voor af te spreken. Integratie, dus het totaaloverzicht, het volledige inzicht in de portfolio, wat toch van fiduciairs gevraagd wordt, is daarentegen een hele grote uitdaging. Als je een fiduciair manager vraagt om daarin te stappen, dan vraag je naar mijn mening nogal wat van hem.'

Ook consolidatie is een belangrijke marktontwikkeling, die we bovendien niet alleen zien aan de kant van de pensioenfondsen, maar ook bij fiduciairs. Dit heeft voordelen voor potentiële opdrachtgevers, bijvoorbeeld door de toename van investeringskracht. Maar is er ook een kantelpunt? Gaan op enig moment de nadelen van consolidatie niet de boventoon voeren? Lopen we niet het risico op eenheidsworst?

Kobus: 'De vraag is of er ondubbelzinnig sprake is van consolidatie. Als ik naar onze Amerikaanse concullega's kijk, dan zie ik een aantal van hen de beweging maken van adviseur naar fiduciair.'

Barlage: 'Dan praat je over enkele partijen. Tot tien jaar geleden hadden we een 25-plus universum. Daarvan zijn we inmiddels al tien aanbieders kwijt. Er is dus zeker sprake van consolidatie.'

Roelofs: 'Consolidatie zou misschien onwenselijk zijn wanneer klanten daardoor puur afhankelijk worden van de dienstverlening en prijsstelling van de fiduciair, maar dat is in de praktijk niet het geval. De prijsmacht ligt juist bij de klant. Ik zie de teruggang van het aantal aanbieders dan ook niet als een gevaar,

> **Johan de Kruijf** is voormalig bestuurslid en voorzitter van de beleggingscommissie van pensioenfonds UWV. In die functies is hij betrokken geweest bij de aanstelling en evaluatie van fiduciair beheerders voor dat fonds. Anno 2019 is hij 'in between' bestuursfuncties in de pensioenenwereld en zet hij zijn kennis onder andere in bij economische stimuleringsprogramma's met een investeringskarakter in het openbaar bestuur.



noch als een probleem. Er is genoeg te kiezen. En als een fiduciair meer richting advies gaat en het is unbundled, dan betekent dat voor hem dat hij niet eens zo veel investeringen hoeft te doen om een goede fiduciair adviseur te zijn.'

Schreurs: 'Ik denk dat voor een goede fiduciair vooral de systeemkant van de dienstverlening de nodige investeringen vergt en ik vraag me af of je daar als adviseur ineens veel minder in zou hoeven te investeren. Volgens mij ligt het genuanceerder, maar ik ben het overigens zeker eens als het om de onderhandelingsmacht gaat. Die ligt momenteel nog heel erg bij de pensioenfondsen. Hoe hard wordt er nu niet geknokt voor mandaten? En je ziet dat alleen maar meer worden.'

Maar is dat niet een fase in de markt geweest waarin er nog behoorlijk wat fiduciaire aanbieders waren die elkaar inderdaad flink op prijs beconcurrerden? Inmiddels zitten we zodoende met lage vergoedingen en een klein setje fiduciair managers. Hoe blijft deze markt gezond?

De Kruijf: 'Laten we eens aannemen dat er bijvoorbeeld vier partijen overblijven. Dan begint het met de vraag: wie zijn die





> **Hedwig Peters** is sinds 2012 werkzaam als extern pensioenfondsbestuurder met als aandachtsgebied vermogensbeheer en IRM. Momenteel is Peters bestuurder en voorzitter BAC bij SPOV, bestuurder, lid BAC en RAC bij pensioenfonds HaskoningDHV, lid van de RvT pensioenfonds Architecten en lid auditcommissie van het pensioenfonds van de particuliere beveiliging. Daarvoor was zij 21 jaar Portefeuillemanager Aandelen geweest bij vier verschillende vermogensbeheerders. Daarna is Peters CIO van Allianz Nederland Asset Management geweest en heeft zij voor Allianz AG het fiduciair beheer opgezet.

partijen? Want we hebben twee soorten fiduciairs. De ene soort is enigszins gebonden aan een pensioenfonds en die wil ik hier buiten beschouwing laten. De andere bestaat uit partijen die op de vrije markt actief zijn. Kijk je terug, dan zie je dat we rond 2007 en 2008 een hausse in managersselectie hadden en er trad toen ook een aantal partijen toe. Vervolgens viel de markt eigenlijk stil, wat ertoe leidde dat een aantal partijen die potentieel in de markt waren, zich terugtrokken of niet konden groeien. Dus nu zitten we in de situatie dat iedereen weer hard nadenkt over wat te doen. Ik denk dan ook dat er in principe weer ruimte is voor marktgroei door toetredingen van zowel binnen- als buitenlandse partijen.'

Je hoort ook dat een aantal partijen zich terugtrok omdat het hele fiduciaire verdienmodel niet lucratief meer zou zijn. Zij vragen zich af of ze zich niet in de vingers snijden door de fiduciaire propositie te blijven aanbieden, aangezien ze hun eigen producten niet meer naar voren mogen schuiven, terwijl ze juist daar veel beter aan verdienen. In het fiduciaire model moet je ook allerlei aanpalende services voor een lage vergoeding aanbieden, terwijl je wél een forse aansprakelijkheid accepteert. Hoe zien jullie dat?



Roelofs: 'Persoonlijk ben ik het daar niet mee eens. Ook als je niet intern aanstuurt en dus volledig via open-architecture werkt, heb je als fiduciair nog altijd een verdienmodel. Alleen moet je om geld te verdienen wél efficiënt zijn, een menukaart hebben. Als je het intern op orde hebt, verdien je dus als fiduciair gewoon geld. Ik geloof er dan ook helemaal niet in dat, op het moment dat je niet meer intern mag managen, het fiduciaire model gedoemd zou zijn om te sterven. Dat sommige partijen ervoor kiezen het niet langer meer aan te bieden is een bewuste keuze, maar die heeft volgens mij niets te maken met het business model of het al dan niet winstgevend zijn daarvan.'

Barlage: 'Ik zie wel degelijk een tendens dat pensioenfondsen bereid zijn een faire prijs te betalen voor fiduciaire dienstverlening. We hebben natuurlijk óók gezien dat er marktpartijen waren die een dermate scherpe fee quote afgaven dat je je kon afvragen of dat nog wel rendabel was, maar pensioenfondsen gaan primair voor de kwaliteit van dienstverlening en hebben er bovendien belang bij dat de continuïteit en de kwaliteit van de service op peil blijven. Ze zijn dan ook zeker bereid daarvoor te betalen.'

Schreurs: 'Ook wij ontvangen voor onze fiduciaire services gewoon een faire vergoeding. Wél is het van belang om per geval goed te bekijken wat de precieze klantvraag is en waar je de meeste waarde kunt toevoegen voor je opdrachtgever. Dan kun je soms tot de slotsom komen dat je, gegeven de context, op een ander onderdeel meer kunt betekenen.'

Roelofs: 'Je maakt afspraken met de klant en dan spreek je samen een dienstverlening of modules af. Als je per module goed kunt aangeven wat je doet en hoeveel dat kost, dan ben je, óók als fiduciair manager, ervan verzekerd dat je het ook kunt uitvoeren tegen de afgesproken prijs. Maar het vervelende is dat gedurende het proces hiervan afgeweken wordt. Dat je afspraken vooraf niet goed vastlegt, vanwege de liefde voor de opgebouwde relatie of omdat je gewoon graag voor de klant wilt werken. Je gaat dan al gauw méér doen voor een klant voor diezelfde fee. We zitten nu in de fase dat de fiduciair ter behoud van zijn eigen model zijn vinger op moet steken en op beleefde wijze moet zeggen: 'maar dit hebben we niet afgesproken, ik wil het graag voor je doen maar dat kost dan extra''

Barlage: ‘Klopt, maar dat hoort ook gewoon bij een goede relatie natuurlijk. Open en eerlijk communiceren is de sleutel voor een langdurige en succesvolle relatie.’

Dus we zien helemaal geen probleem in het afnemend aantal partijen dat fiduciair management aanbiedt?

Peters: ‘Ik ben toch een beetje huiverig dat als je met bijvoorbeeld het aantal partijen dat hier aan tafel zit zakendoet, je regelmatig dezelfde discussies voert en dezelfde soort oplossingen krijgt. Voor zover die op maat zijn gemaakt, zullen ze in de praktijk overigens nog wel iets van elkaar verschillen. Op zich hoeft dat geen probleem te zijn, maar daarnaast ga je ook krijgen dat je elkaar overal en nergens tegenkomt. Dat kan bij een sterk geconsolideerde markt wel een dingetje worden.’

Van Erp: ‘Het fascinerende blijft inderdaad wel dat die markt veel kleiner wordt, maar dat resulteert vooralsnog niet in heel veel meer prijsmacht voor de aanbieders.’

Toch is mijn indruk dat in de huidige markt vrij weinig te kiezen valt.

Kobus: ‘Dat klopt. Uit onderzoek dat wij deden is gebleken dat voor kleine pensioenfondsen, ongeveer tot 1 miljard beheerd vermogen, het aanbod qua fiduciairs klein is.’

Ook om ESG kunnen en willen we niet meer heen. Hoe gaat de fiduciair manager om met het spanningsveld tussen ‘traditioneel passief beleggen’ en actief adviseren als het bijvoorbeeld gaat om stranded assets, bias naar sectoren en geopolitieke verhoudingen?

Van Erp: ‘Enerzijds zijn indexproviders en passieve producten voortdurend in ontwikkeling om daarvoor meer aansluitende oplossingen te vinden. Anderzijds zijn wij juist óók een solutions provider. Met klanten zijn we in gesprek om op maat gemaakte oplossingen te construeren. Vervolgens kun je daar



hele goede afspraken over maken en met passieve dan wel actieve mandaten een mooie tailored invulling geven aan de wensen van pensioenfondsen, óók op de langere termijn.’

Schreurs: ‘Als langetermijnbelegger zijn wij geïnteresseerd in langetermijnwaarde. ESG wordt van steeds groter belang voor deze langetermijnwaarde vanwege het toenemende belang dat eind-klanten, maar ook medewerkers, hechten aan de maatschappelijke impact van ondernemingen. Als fiduciair manager is het derhalve noodzaak om ESG-risico’s integraal mee te nemen in de beoordeling van portefeuilles.’

Kobus: ‘Wil je in mijn optiek echt een duurzame langetermijnbelegger zijn, dan gaat het niet om de partijen waarin je belegt, maar om sectoren. Die discussie begint langzaam op gang te komen en er zijn enkele indexproviders die verschillende klassen aanbieden waaruit je kunt kiezen, maar het is vooralsnog niet gericht op waar het om draait: namelijk het sectorvraagstuk. Dus: in welke sectoren wil je überhaupt beleggen?’

De Kruijf: ‘Maar dan zit je alweer een niveauje hoger. Het zit voor mij niet zozeer op de fijne details van de ESG-discussies, maar ook op de vraag of we met zijn allen überhaupt weten wat er in een bepaalde basisportefeuille zit. Dáár begint mijns

> **Gerard Roelofs** werkt sinds 2017 bij **Kempfen Capital Management** als directeur Client Solutions. Hij richt zich op het verder uitbouwen van de client-solutionspropositie van Kempfen (Fiduciair Management, Multi-Management oplossingen, DC, Innovatie). Met zijn meer dan 25 jaar ervaring helpt hij Kempfen om (inter)nationaal te groeien. Roelofs maakt deel uit van het managementteam. In zijn carrière was Roelofs onder meer lid van het managementteam bij **NN Investment Partners** en als Head Investments Europe bij **Towers Watson**. Daarvoor was hij onder meer Managing Partner Nederland bij **Watson Wyatt** en Country Head Benelux bij **Deutsche Asset Management**.





> **Gerben Schreurs**, Director, maakt deel uit van het institutionele team van BlackRock, waar hij verantwoordelijk is voor het aangaan en onderhouden van relaties met institutionele cliënten in Nederland. Schreurs werkt sinds 2013 bij BlackRock. Daarvoor was hij bij KPMG Advisory als Director onder meer verantwoordelijk voor de dienstverlening op het gebied van beleggingsbeheer. Schreurs behaalde in 2001 een mastergraad in Bedrijfskunde aan de Rijksuniversiteit Groningen.

inziens de discussie. Die moet dus niet alleen gaan over landen- en sectorgewicht, maar ook en primair over specifieke bedrijven waarin wordt belegd en over eventuele concentraties in de portefeuille.'

Roelofs: 'Met betrekking tot ESG is de cruciale vraag wat mij betreft heel simpel, namelijk: waar wil je maatschappelijk mee geassocieerd worden en waarmee niet? Alle andere zaken, zoals in- en uitsluiting, engagement, het al dan niet aanpassen van mandaten en benchmarks, zijn allemaal een uitvloeisel daarvan. Maar het begint gewoon met de vraag waar een klant zich wel of niet senang mee voelt. Waar hij mee geassocieerd wil worden en wat hij denkt dat goed is voor onze kinderen. Want zo concreet wil ik er wél over praten. De vervolgvraag is: 'ben je je er bij je beleggingsbeslissingen van bewust dat het maatschappelijke rendement invloed heeft op je economische rendement?' Wij moeten daarvoor materiaal aanleveren, dus proberen om de

gevolgen van dergelijke maatschappelijk gekleurde beleggingsbeslissingen door te rekenen voor de klant. Met die rekensom is Deutsche Bank goed bezig geweest. Dat instituut deed 2.200 studies naar het effect van zware ESG-elementen in de portefeuille op risico, rendement en kosten. De conclusie luidde, dat waar het een paar jaar geleden nog economisch rendement kostte, ESG-gedragen portefeuilles nu zelfs robuuster zijn en minder volatiele uitkomsten hebben. De cirkel is zo rond, want ESG kost dus geen economisch rendement meer en zo kom je weer terug bij de eerste vraag: waar wil je mee geassocieerd worden?'

Peters: 'Ja, en toch blijf ik zeggen: we zitten toch een beetje in een ivoren toren als we niet eerst hebben gecheckt bij de deelnemers of die óók een CO₂-reductie willen. Misschien willen ze dat wel niet.'

CONCLUSIE

Fiduciair management houdt de professionele gemoederen bezig. Er spelen heel verschillende trends, waaronder unbundling. De deelnemers denken dat je als pensioenfondsbestuur pas moet besluiten de fiduciaire dienstverlening bij verschillende specialistische uitvoerders onder te brengen wanneer blijkt dat de fiduciair niet op alle onderdelen van de uitvoering het gewenste kwaliteitsniveau haalt. Op voorhand van unbundling uitgaan, is echter af te raden. Het kan dan bijvoorbeeld onduidelijk zijn welke partijen het pensioenfonds bij fouten aansprakelijk kan stellen.

Ook komt de vraag op tafel of het business model überhaupt nog levensvatbaar is nu fiduciair managers hun eigen producten niet meer naar voren mogen schuiven en ze allerlei aanpalende diensten tegen lage vergoedingen moeten aanbieden terwijl ze wél forse aansprakelijkheid accepteren. Maar zelfs als je volledig via open-architecture werkt, kun je geld verdienen. Zolang je intern je organisatie maar op orde

hebt en een menukaart van diensten aanbiedt, waarbij je uiteraard niet moet afwijken van gemaakte afspraken en dus niet meer diensten voor dezelfde prijs moet gaan leveren. Want dat is een valkuil waar fiduciairs omwille van de goede relatie met de klant soms intrappen. Ook blijkt dat die klant, het pensioenfonds, in die relatie nog altijd de prijsmacht heeft, ondanks de marktconsolidatie aan de kant van de fiduciairs.

Beleggen en ESG zijn onlosmakelijk verbonden en er wordt opgemerkt dat zaken als in- en uitsluiting, engagement, benchmarks en aanpassingen van mandaten, slechts uitvloeisels zijn van de cruciale ESG-beleggingsvraag voor ieder pensioenfondsbestuur: 'waarmee wil je maatschappelijk geassocieerd worden en waarmee niet?' Overigens moeten pensioenfondsbestuurders voor het antwoord op deze vraag wel te rade gaan bij hun deelnemers.