

# TOEZICHT

## GRIP OP UITBESTEDING

*DNB wil dat pensioenfondsen meer greep krijgen op hun vermogensbeheerders. De opdracht en de rapportage over de beleggingen moeten beter. De lastigste opgave: de beleggingsstrategie van het pensioenfonds vertalen in een goed contract.*

**"H**et is razend moeilijk om het strategisch beleggingsbeleid om te zetten in een heldere opdracht aan de vermogensbeheerder," beaamt Gerard Roelofs, hoofd investeringen bij Towers Watson. "Er is veel ruimte voor ruis. Hoeveel ruimte krijgt de manager om af te wijken van de benchmark, hoeveel mag hij afwijken van de allocatie? Als een pensioenfonds dat al helder voor zichzelf heeft, wordt dat lang niet altijd goed afgesproken met de vermogensbeheerder."

DNB doet al geruime tijd onderzoek naar de wijze waarop pensioenfondsen hun vermogensbeheer uitbesteden. Dat moet beter, vindt de toezichthouder. Veertig middelgrote pensioenfondsen (T2) zijn dit jaar concreet bevraagd op dit onderwerp. In oktober hebben deze fondsen hun eindrapportage ingeleverd bij de toezichthouder. DNB is nu de rapportages aan het evalueren en komt mogelijk met nadere aanbevelingen.

DNB heeft in dit themaonderzoek niet expliciet aandacht besteed aan de rol van de fiduciair manager. Uit de jongste cijfers – zie bladzijde 22-24 – blijkt dat zo'n 60 procent van de pensioenfondsen het vermogensbeheer fiduciair uitbesteedt. Een goed deel van dat vermogen wordt door de fiduciair manager 'binnenshuis' belegd. De tien grootste fiduciair managers in Nederland hebben bij elkaar zo'n 475,9 miljard euro intern onder beheer (zie tabel). De toezichthouder staat op het standpunt dat het al dan niet inschakelen van een fiduciair manager geen invloed mag hebben op de controle die een pensioenfonds heeft op uitbesteed vermogensbeheer.

### HANDVATTEN

In januari werden tegelijk met de aankondiging van het Themaonderzoek Uitbesteding Vermogensbeheer een viertal handvatten gepubliceerd waaraan die uitbesteding moet voldoen. Bevindingen uit eerdere onderzoeken werden concreet gemaakt in een aantal vragen die pensioenfondsen zichzelf moeten stellen. Met die vragen kunnen pensioenfondsen checken of ze voldoen aan de

TEKST  
ANDRÉ DE VOS



Gerard Roelofs,  
Towers Watson



Oscar van Angeren,  
Houthoff Buruma

eisen die DNB stelt. Towers Watson staat pensioenfondsen bij in de uitvoering van deze 'self assessment.'

Er zijn vier 'handvatten' voor goede uitbesteding van vermogensbeheer. Behalve het vastleggen van het strategisch beleggingsbeleid in de opdracht aan de vermogensbeheerder, moet het pensioenfonds duidelijke begrenzingsaanbrengen in de opdracht, zorgen dat de juridische vormgeving van de opdracht in orde is en dat het fonds voldoende mogelijkheden heeft om de beleggingsportefeuille te volgen.

Op elk van deze terreinen is nog behoorlijke winst te behalen, constateert Roelofs. "DNB vindt dat de begrenzingsaanbrengen van de opdracht vaak te vaag zijn. Dan gaat het om harde limieten voor zaken als liquiditeit, tegenpartijrisico, leverage en concentratierisico. Die zijn niet altijd goed vast te leggen, maar het kan beter dan nu."

Bij het juridische kader betreft het onder meer de vormgeving van het contract. De ontbindende voorwaarden die zijn afgesproken, maar ook wat is vastgelegd over aansprakelijkheid en het inschakelen van derden bij het vermogensbeheer. Kwalitatieve elementen spelen eveneens een rol. Roelofs: "Een pensioenfonds moet zich senang voelen bij het juridisch raamwerk."

Zelfs bij een ogenschijnlijk eenvoudig iets als de rapportage over de beleggingen kan veel misgaan. Dikwijls wordt te veel informatie ongestructureerd aangeleverd. Roelofs: "Er wordt een massa papier geproduceerd waardoor een bestuur door de bomen het bos niet meer ziet. De rapportage sluit niet altijd aan bij de gehanteerde maatstaven, waardoor ze haar waarde verliest. Bovendien is het doorgaans alleen terugkijken, terwijl je bij goede monitoring ook mag verwachten dat er leerpunten worden meegenomen voor de toekomst."

### CONTRACTEN HERZIEN

Roelofs ziet dat pensioenfondsen de laatste jaren forse stappen hebben gemaakt in de aansturing van hun vermogensbeheerder. "De kennis van risicomanagement en

vermogensbeheer bij Nederlandse pensioenfondsen is veel groter geworden en daarmee is de aansturing van de vermogensbeheerders verbeterd. Ik denk dat een meerderheid van de pensioenfondsen al aardig in de buurt komt van de eisen die DNB stelt.”

Die mening wordt gedeeld door Oscar van Angeren, partner bij Houthoff Buruma en gespecialiseerd in investment management. Van Angeren staat pensioenfondsen bij die nieuwe contracten met hun vermogensbeheerders willen afsluiten. “Pensioenfondsen zijn druk met verbetering van de uitbesteding van hun vermogensbeheer. Ze herzien de contracten met vermogensbeheerders, die daar ook voor open staan. Zeker sinds DNB daarover een brief met concrete handvatten heeft gepubliceerd.”

Van Angeren juicht het toe dat waar in het verleden vaak de gestandaardiseerde contracten van de vermogensbeheerder werden gebruikt, nu het pensioenfonds zelf het contract opstelt. Daardoor wordt het makkelijker om aan te sluiten bij de eigen strategie. “Van een soort algemene voorwaarden van de beheerder ga je naar een eigen contract op maat. Daarnaast hebben steeds meer pensioenfondsen een oversight manager of risicobeheersingsmanager die in de gaten houdt of het geheel van contracten met vermogensbeheerders aansluit bij het strategisch beleid en de risico appetite.”

#### AANDACHTSPUNTEN

Van Angeren ziet vanuit juridisch perspectief enkele aandachtspunten bij de uitbesteding van vermogensbeheer. De eerste is in geval pensioenfondsen gebruikmaken van een fiduciair of integraal vermogensbeheerder die onder meer verantwoordelijk is voor de selectie en monitoring van externe vermogensbeheerders. “Met een externe vermogensbeheerder moeten naast de commerciële onderhandelingen ook juridische contractsonderhandelingen plaatsvinden. Als het fonds de juridische onderhandelingen overlaat aan de fiduciair, moet die wel voldoende



# DNB vindt de begrenzingen van de opdracht vaak te vaag.

Gerard Roelofs

handvatten meekrijgen om ervoor te zorgen dat de contracten voldoen aan de juridische minimeisen van het pensioenfonds. In de praktijk gebeurt dit niet altijd, terwijl de contracten met de externe vermogensbeheerders in de regel wel op naam staan van het pensioenfonds.”

Een tweede aandachtspunt is het beleggen door pensioenfondsen in beleggingsinstellingen (collectief vermogensbeheer). Dan gaat het soms om investeringen die meerdere jaren lopen zonder dat daar een afzonderlijk contract aan ten grondslag ligt. “In zo'n geval is het zaak onderzoek te doen naar de juridische en fiscale structuur en voorwaarden van het betreffende fonds, bijvoorbeeld op het gebied van governance, rechtskeuze en aansprakelijkheid. In de praktijk gebeurt dit niet altijd. Als pensioenfonds kun je hierover best nadere juridische afspraken maken, waardoor ook de beleggingen in fondsen beter aansluiten bij het strategisch beleid en bij de eisen voor een deugdelijk risicobeheer bij uitbesteding van vermogensbeheer.”

## TOP 15 FIDUCIAIR BEHEERDERS IN NEDERLAND

|    | BEDRIJFSNAAM         | PER DATUM | FIDUCIAIR MANAGEMENT (€MIO) | INTERN BEHEERD (€MIO) | EXTERN BEHEERD (€MIO) |
|----|----------------------|-----------|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 1  | APG                  | 30-09-12  | 316.000                     | 252.800               | 63.200                |
| 2  | PGGM                 | 31-12-12  | 133.055                     | 80.450                | 52.605                |
| 3  | MN                   | 31-12-12  | 88.061                      | 50.260                | 37.801                |
| 4  | SYNTRUS ACHMEA AM    | 31-12-12  | 54.282                      | 23.639                | 30.643                |
| 5  | BLACKROCK            | 31-12-12  | 39.201                      | 38.524                | 677                   |
| 6  | ROBECO               | 31-12-12  | 17.264                      | 2.192                 | 15.072                |
| 7  | SPF BEHEER           | 31-12-12  | 15.250                      | 10.000                | 5.250                 |
| 8  | BLUE SKY GROUP       | 31-12-12  | 14.961                      | 3.892                 | 11.069                |
| 9  | TKP INVESTMENTS      | 31-12-12  | 14.688                      | 4.901                 | 9.787                 |
| 10 | BNP PARIBAS IP       | 30-09-12  | 13.737                      | 9.245                 | 4.492                 |
| 11 | KEMPEN CM            | 31-12-12  | 11.656                      | 2.331                 | 9.325                 |
| 12 | ING IM INTERNATIONAL | 30-09-12  | 11.563                      | 5.173                 | 6.390                 |
| 13 | F&C NETHERLANDS      | 30-09-12  | 7.766                       | 5.079                 | 2.687                 |
| 14 | ALLIANZ AM           | 30-09-12  | 5.036                       | 551                   | 4.485                 |
| 15 | RUSSELL INVESTMENTS  | 31-12-12  | 3.400                       | 0                     | 3.400                 |

BRON: IPE, MAART 2013; RANGLIJST OP BASIS VAN NEDERLANDS INSTITUTIONEEL VERMOGEN ONDER FIDUCIAIR BEHEER