

Tekst Dr. Anton M. van Nunen (www.vannunen-partners.nl)
Redactie en begeleiding uitgeftraject Donaas Projecten |
Véronique Roelvink, Utrecht
Omslagillustratie Jozef Pijnenburg, *Mentale ruimte*, olie op doek
Grafisch ontwerp Aldus projecten, 's-Hertogenbosch
Drukwerk PrintSupport4U, Meppel
Uitgave Van Nunen & Partners, Alphen-Chaam

ISBN 9789082569803

© 2007, 2016 tekst dr. Anton van Nunen

Eerste druk oktober 2007

Tweede druk februari 2008

Derde herziene druk september 2016

De uitgever heeft ernaar gestreefd de auteursrechten te regelen volgens de wettelijke bepalingen. Degenen die desondanks menen zekere rechten te kunnen doen gelden, kunnen zich alsnog tot de uitgever wenden.

Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt, op welke manier dan ook, zonder uitdrukkelijke toestemming van de uitgever.

Fiduciair Management

BLAUWDruk VOOR EEN GOED BESTUUR VAN INSTITUTIONELE BELEGGERS

[2] Dr. Anton M. van Nunen

Alphen-Chaam, 2016

VAN NUNEN & PARTNERS

Inhoud

Ten geleide 11

Foreword by Don Ezra 13

Aanbevelingen 15

Reviews 21

I. DE SLINGERBEWEGING IN VERMOGENSBEHEER 29

De krachten van de geschiedenis 30

De opkomst van de moderne portefeuilletheorie 33

Steun voor aandelen 35

Het nieuwe paradigma 38

De opkomst van indexering 41

Ontevredenheid met het paradigma 44

De behoefte aan fiduciaire managers 46

II. PENSIOENFONDSEN: DE OMGEVING VOOR FIDUCIAIR MANAGEMENT 49

De historische grondgedachte achter pensioenen 50

Een lappendeken van pensioenvoorzieningen 55

Organisatie en regulering van het pensioensysteem in verscheidene
OECD-landen 61

Denemarken 61

Frankrijk 62

Duitsland 63

Nederland 65

Marktwaarde 67

Solvabiliteitstoets 69

Zweden 70

Zwitserland 71

Het Verenigd Koninkrijk 71

De Verenigde Staten 73

Australië 74

Overeenkomsten en verschillen 75

Overeenkomsten aan de activazijde 79

III. DE ROL VAN DE FIDUCIAIRE MANAGER ALS BELANGRIJKE ADVISEUR 83

De Asset Liability-studie	85
Het goed doordenken van risico en rendement	88
Portefeuilleconstructie	90
Selecteren en monitoren van vermogensbeheerders	91
Metten en benchmarken	92
Opleiding	93
De vertrouwde raadsman, de fiduciaire partner	95

IV. VORMGEVING VAN HET FUNDAMENTELE BELEGGINGSBELEID 97

Investment beliefs	103
Verplichtingengestuurde beleggingen	105
Kiezen voor een actief beleggingsbeleid	108
De integratie van actief beleid in de totale portefeuille	112
De completion account als een noodzakelijk aanhangsel van actief beleid	116
Het fiduciaire platform voor integratie van actief beleid in de totale beleggingsportefeuille	121
Een speciaal geval: het overbruggen van de duration gap	128
Rapportage door de fiduciaire manager	131

V. ASSET LIABILITY-MODELLERING EN DE FIDUCIAIRE MANAGER 139

De rol van de fiduciaire manager	142
Het Asset Liability-Model (ALM)	144
Beleidsinstrumenten in de Asset Liability-studie	151
Berekeningen: omgaan met onzekerheid	155
De cruciale rol van de Asset Liability-studie	158
Asset Liability-modellering in de praktijk	160
Prognose van toekomstige reserves zonder beleidswijzigingen	164
De toekomstige financiële situatie met flexibele premieniveaus onder het regime van een vaste disconteringsvoet	166
De toekomstige financiële situatie met flexibele premieniveaus onder het regime van disconteringsvoeten gelijk aan marktrentes	168
De toekomstige financiële situatie met veranderingen in het beleggingsbeleid	180
Beleidswijzigingen	181
Waar past fiduciair management hierin?	183

VI. FIDUCIAIR MANAGEMENT IN DE PRAKTIJK: PORTEFEUILLECONSTRUCTIE (MET EEN UITSTAPJE NAAR MANAGERSELECTIE) 185

Portefeuilleconstructie	185
Het definiëren van de relevante activacategorieën	186
Hedge funds: het beoordelen van het 'nieuwe' alternatief	187
Dieper graven: het definiëren van suballocaties	193
Nadenken over stijl	198
Het toedelen van de vastrentende portefeuille	199
Maateenheden voor het meten	201
Maatschappelijk verantwoord beleggen	204
Definiëring	205
Methoden om maatschappelijk verantwoord beleggen ten uitvoer te brengen	206
Invloed van maatschappelijk beleggen op de fiduciaire propositie	207
Kosten van maatschappelijk verantwoord beleggen	208
Slotopmerkingen	209
Managerselectie in de praktijk	211
Het formuleren van mandaten voor beheerders	211
Normale procedure kent zijn beperkingen	211
Praktijkvoorbeeld van managerkeuze	214
Lessen uit het praktijkvoorbeeld	217
Intern beheer door de fiduciair	219
Praktijkvoorbeeld van een interne matching portefeuille	221

VII. HET KIEZEN VAN DE BESTE WERKPAARDEN: SELECTEREN EN OVERZIEN VAN VERMOGENSBEHEERDERS 227

Het opzetten van de schoonheidswedstrijd	229
Beleggingsresultaten	231
Beleggingsproces en beleggingsfilosofie	233
Mensen	235
Operationeel risico	236
Het managen van de schoonheidswedstrijd	239
Het managen van de transitie	241
Het monitoren van de beheerders	243

VIII. PERFORMANCEMETING EN BENCHMARKING	247
Waarom is benchmarking belangrijker geworden?	249
Het gebruik van verschillende typen benchmarks	253
Verplichtingengestuurde benchmarks	256
Strategische benchmarks	258
Vastrentende waarden	260
Aandelen	262
Onroerend goed	264
Gedetailleerde benchmarks in de context van actief beleggingsbeleid	267
Actief overlay beleid	270
Herbalanceren	271
Meting van actief beleid	276
IX. OPSOMMING VAN FIDUCIAIR MANAGEMENT:	
WAT HET IS EN WAT HET NIET IS	279
Veranderingen in beleid en bestuur bij de invoering van fiduciair management	281
Veranderingen in het beleggingsbeleid	281
Veranderingen in de rol van de beleggingscommissie	282
Veranderingen in de breedte en diepte van discussies met vermogensbeheerders	283
Veranderingen in het communicatieproces	284
Veranderingen in het niveau en de structuur van de kosten	285
Veranderingen in het belang van de bewaarbank	287
Het bewaken van de fiduciair	289
Kennisdeling: een belangrijke zesde taak van de fiduciair	292
Fiduciair Management Plus	294
De betekenis van fiduciair management en de onzin eromheen	298
Te veel functies worden uitbesteed	298
Verscheidene versies van fiduciair management	299
De oorsprong van het concept	299
Echt nieuwe ontwikkeling	300
Resultaten	300
Conclusie	302
Doelstellingen, beleid en verantwoordelijkheden	303
Fiduciair management kan de productiviteit verhogen	311
Wat fiduciair management niet is: een vereenvoudiging	314
Vergelijking met andere modellen van vermogensbeheer	317
Pretenties van het concept	321

X. DE ERVARING MET FIDUCIAIR MANAGEMENT IN NEDERLAND EN DAARBUITEN

Fiduciair management in de afgelopen vijftien jaar	330
Ontwikkelingen in fiduciair management, visie van een adviesbureau	333
Het initiatief van Dufas	340
Nederlandse regeringscommissie over beleggingsbeleid en risicomanagement van pensioenfondsen	345
Combinatie van matching en return portefeuille	347
Relatie tussen de kenmerken van een fonds en het risiconiveau	354
Herbalanceringsregels	358
Bestuur	364
Ronde tafel over fiduciair management	369
Ronde tafel, pensioenfondsen	369
Conclusies	377
Ronde tafel, consultants	379
Conclusies	389
Ronde tafel, aanbieders van fiduciaire diensten	391
Conclusies	398
Conclusies van de ronde tafel	399
Nederlandse pensioenfondsen als fiduciaire managers voor derden: geen eenvoudig spel	402
Hoe fiduciair management de financiële crisis overleefde	406
Wat vermogensbeheerders en fiduciairs kunnen leren van hun cliënten: een zeer kritisch onderzoek	409
Hoofdboodschap: vermogensbeheerders moeten hun gehele bedrijfsmodel reviseren	410
De rol van adviseurs van pensioenfondsen	411
Hoe vermogensbeheerders moeten opereren in de pensioenfondsenindustrie in de nieuwe tijd	415
Innovatie	417
Vereiste veranderingen	419
Totale ommekeer in bestaande praktijken	421
Een Italiaans pensioenfonds: interview	423
Ervaring in verschillende landen	425
Differentiatie tussen winnaars en verliezers	425
Overleven in de pensioenindustrie	427
Conclusie	429

APPENDIX 433

Aanbieders van fiduciaire diensten 433

Overeenkomsten en verschillen tussen de aanbieders 480

Lijst van geraadpleegde literatuur 489

Over de auteur 495