



RONDE TAFEL

CUSTODY

Door Hans Amesz

Foto's: Fotopersburo Dijkstra

Met welke ontwikkelingen zijn custodians met name in het afgelopen jaar geconfronteerd? Hoe kan een custodian ervoor zorgen dat illiquide beleggingen toch een onafhankelijke waardering krijgen? Welke ontwikkelingen zijn er de komende jaren in de custodywereld en speciaal in de Nederlandse markt te verwachten? Wat denken custodians van het rapport-Frijns? Wat is de rol van custodians in het ondersteunen van initiatieven, zoals de PPI (premiepensioeninstelling) en MOPF (multi-ondernemingspensioenfonds)? Welke impact heeft de kredietcrisis gehad op securities lending? Al deze vragen, en andere, zijn uitgebreid aan de orde gekomen tijdens een rondetafeldiscussie over custody.

VOORZITTER

Hans van Roekel,
CLS Advisory

DEELNEMERS

Monique Goossens, SecValeur
John Gout, J.P. Morgan Chase Bank
Ernst Hagen, Pensioenfondsen Horeca & Catering
Marco Homburg, BNP Paribas Securities Services
Wim van Ooijen, Northern Trust
Roy Oostinjen, AssetCare
Pim Nederpel, Citi
Simone Vroegop, State Street
Mark van Weezenbeek, KAS BANK
Rene Wiegel, The Bank of New York Mellon

WAT ZIJN DE BELANGRIJKSTE ONTWIKKELINGEN VAN HET AFGELOPEN JAAR GEWEEST?

Wim van Ooijen: 'Er is een enorme aandacht voor risicomanagement ontstaan, zeker in het besef dat dienstverlening in haar algemeenheid niet risicovrij is.'

Rene Wiegel: 'Er is veel meer nadruk gekomen op het leveren van informatie. Stakeholders, waaronder de toezichthouder, hebben behoefte aan steeds meer gedetailleerde informatie om een gedegen inzicht te krijgen in de exposures die pensioenfondsen lopen. Voor de custody-industrie is het een uitdaging om accuraat en tijdig aan die informatiebehoefte te kunnen voldoen.'

Marco Homburg: 'We hebben een "flight to safety" gezien met een focus op de risico's en de aangeleverde rapportages.'

Simone Vroegop: 'Een verschuiving van de oorspronkelijke custodyrol naar een onafhankelijke administrateur van de totale portefeuille, dus kijken naar performance, risicometing, compliance monitoring en niet langer alleen het bewaren van effecten. Die verschuiving is veel sneller gegaan dan was voorzien.'

John Gout: 'Het belang van de controlekant is sterk toegenomen. Met name ten aanzien van alternative investments. Hoe kan je dat soort financiële instrumenten onafhankelijk waarderen en welke provider kan deze service daadwerkelijk bieden?'

Mark Van Weezenbeek: 'De rapportagewensen zijn sterk toegenomen. Het gaat niet alleen om de breedte van de rapportage maar ook om de diepte en tijdigheid. In de praktijk willen pensioenfondsen dagelijks geïnformeerd worden over de gang van zaken. Waarderingen zijn eveneens "key", want

zeker toen er heel weinig liquiditeit in de markt was, ontstond er een grote behoefte aan een juiste weergave van de waarde van de portefeuilles. Er zijn verschuivingen ontstaan: van vrij complexe structuren naar een eenvoudiger opbouw van assets. Het aantal derivaten in de portefeuilles is nog steeds vrij groot, maar neemt wel iets af.'

Pim Nederpel: 'Het afgelopen jaar heeft iedereen pas op de plaats gemaakt om zijn huis weer op orde te krijgen, onder andere door veel aandacht te besteden aan risicobeheer en de verbetering van de interne informatievoorziening.'

Ernst Hagen: 'Er is steeds meer nadruk komen te liggen op risicomanagement en dat zal ook zo blijven. Pensioenfondsen, in ieder geval de middelgrote en kleinere, zullen steeds meer leunen op de custodian als partij die hen van informatie voorziet. Daarbij gaat het niet alleen om beleggingen, maar vooral ook om beleggingen ten opzichte van verplichtingen. Pensioenfondsen zijn zich steeds meer bewust geworden van allerlei risico's die ze lopen. Die betreffen bijvoorbeeld liquiditeiten die pensioenfondsen hebben uitstaan bij een bewaarbank, securities lending programma's, het waarderen van illiquide beleggingen. Hoe kan je als custodian illiquide beleggingen toch van een onafhankelijke waardering voorzien? Vaak ben je dan afhankelijk van de beherende partij. Als pensioenfondsen kijken wij ook naar meer eenvoudige beleggingen. De vraag is namelijk of je nog wel complexe beleggingen nodig hebt om aan je doelstellingen te kunnen voldoen. Daaraan zijn immers speciale governance-eisen en risico's verbonden en heb je dat, om het zomaar te zeggen, er als pensioenfonds nog wel voor over?'

Roy Oostinjen: 'Klanten willen meer samenwerking bij het oplossen van hun problemen. Het traditionele custodygebeuren verschuift naar de achtergrond, is minder belangrijk geworden dan allerlei andere services als bijvoorbeeld collateral-management en securities lending.'

Monique Goossens: 'Naast de reeds aangegeven ontwikkelingen signaleer ik een toenemende mate van juridisering, overigens niet alleen bij custodians, maar bij alle marktpartijen. Eindbeleggers vragen zich in het post-Lehman tijdperk steeds vaker af of hun assets wel safe zijn in een worst case scenario. Van de andere kant worden de contracten en prospecti van aanbieders steeds dikker, maar sluit men ook vaker verantwoordelijkheden uit. Je merkt dat intaketractaten daarom nóg langer duren dan ze al deden. Eindbeleggers moeten dus echt de kleine lettertjes lezen.'

Belangrijkste ontwikkelingen afgelopen jaar

- Veel meer aandacht voor risicomanagement
- Nadruk op levering van gedetailleerde informatie door custodian
- Snelle verandering van inhoud van custodyrol
- Toenemende mate van juridisering



Hans van Roekel / CLS Advisory

startte zijn carrière bij Barclays Bank PLC waar hij verschillende managementfuncties wereldwijd heeft bekleed. In 1998 maakte hij de overstap naar SPF Beheer bv waar hij lid was van het managementteam vermogensbeheer met verantwoordelijkheid voor Operations & Control. Sinds 1 januari j.l. is Hans vroegtijdig gestopt bij SPF Beheer en is nu eigenaar van CLS Advisory, een adviesbureau voor custody en securities lending.

WAT KAN EEN CUSTODIAN DOEN OM VOOR ILLIQUIDE BELEGGINGEN ALS PRIVATE EQUITY OF NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED ZORG TE DRAGEN VOOR EEN ONAFHANKELIJKE WAARDERING?

Gout: 'Er zijn natuurlijk wel systemen om private equity, hedgefonds en niet-genoteerd onroerend goed administratief te waarderen. De waardering van niet-genoteerde beleggingen is echter per definitie lastig, meestal wordt die vastgesteld door bilaterale overeenkomsten. Hoe een aantal general partners in een bepaalde belegging met elkaar afrekent, kan echter wel signaalfuncties geven over de manier hoe de waardering van een investering wordt behandeld. Maar hoe een custodian een en ander daadwerkelijk gaat berekenen, blijkt alleen in de praktijk na samspraak met de relevante partijen.'

Oostinjen: 'De custodian zal toch moeten werken met de informatie, de waardering, die hij krijgt van de vermogensbeheerder zelf of de uitgevende instelling. Het is heel moeilijk om aan illiquide beleggingen een echt onafhankelijke waardering te geven.'

Wiegel: 'Het is voorwaar niet makkelijk om instrumenten te waarderen waar de liquiditeit uitgelopen is. Als custodians moeten we niet te enthousiast worden en zeggen dat wij dit wel kunnen als we constateren dat registeraccountants daar met elkaar niet uitkomen. Ik denk wel dat custodians een belangrijke rol kunnen spelen bij het uniformeren en het op één lijn brengen van definities binnen de verschillende portfolio's. Maar dat wij bij alle illiquide beleggingen een auditstempel zouden kunnen zetten, is een brug te ver.'

Van Ooijen: 'Een custodian kan een belangrijke rol spelen bij het meer transparant maken van dit soort beleggingscategorieën. Dat betekent wel dat klanten moeten erkennen dat dit soort beleggingscategorieën een echte custodianfunctie behoeven. Als je echt een formele custodianfunctie vervult en je zoekt interactie met de administratiekantoren, dan kan je een zekere mate van transparantie en tijdigheid creëren en wellicht in de toekomst ook een stukje onafhankelijke waardering.'

Van Weezenbeek: 'Transparantie is sowieso een probleem,

ook voor de alternatives in de portefeuilles. Daarnaast moeten custodians blijven proberen zoveel mogelijk onafhankelijke bronnen aan te boren om in ieder geval een zo goed mogelijke waardering te krijgen. Als er slechts één bron beschikbaar is, zal dat duidelijk gemaakt moeten worden.'

Homburg: 'Alles hangt samen met de informatie die je krijgt aangeleverd van diverse partijen. Vaak is het probleem dat partijen niet altijd bereid zijn de nodige informatie aan te leveren waardoor een onafhankelijke waardering gevaar loopt.'

Onafhankelijke waardering bij illiquide beleggingen

- Moeilijk om echt onafhankelijke waardering te verkrijgen
- Custodians kunnen belangrijke rol spelen bij uniformering en transparant making van definities binnen verschillende portfolio's
- Custodians moeten proberen zoveel mogelijk onafhankelijke prijsbronnen aan te boren

WAAROM IS ER GEEN HARMONISATIE MOGELIJK BINNEN DE CUSTODYWERELD OVER WELKE PRIJS (BRON) GEHANTEERD DIENT TE WORDEN OM EEN BEPAALDE BELEGGING TE WAARDEREN?

Wiegel: 'Er zijn meerdere stakeholders in dit spel. Er zijn niet alleen pensioenfondsen, ook vermogensbeheerders, brokers, asset managers, allemaal klanten van de custody-industrie. Ik vraag me af of het in het voordeel van de klant is als wij één prijsbron voorschrijven. Uiteindelijk bepaalt de klant welke prijsbron hij wenst te gebruiken.'

Van Ooijen: 'Wij hebben voor klanten de mogelijkheid gecreëerd om in de hiërarchie van prijsbronnen een keuze te maken. De beleggingswereld is te veelzijdig om één prijsbron te creëren voor een asset class.'

Van Weezenbeek: 'Het aantal custodians ten opzichte van de vermogensbeheerders is natuurlijk relatief klein, maar de verschillen binnen de wereld van vermogensbeheerders zijn enorm groot. Gegeven dat feit is juist de custodian bij uitstek de partij die consistentie kan brengen in de waardering van de assets. Je ziet nu ook dat in de financiële verslaglegging, zoals

in de performance- en riskrapportage en de rapportage van de toezichthouder, de custodian leidend is in de waardering van de assets.'

Goossens: 'Ik vraag me af of pensioenfondsen wel een beeld hebben bij de prijswaterval van waarderingen. Ze zullen daar ook over opgeleid moeten worden, wellicht ook in combinatie met hun vermogensbeheerder. En de vraag is ook: gaan accountants daarin mee? Immers, die moeten de waardering in het jaarverslag goedkeuren.'

Nederpel: 'De markt stelt voornamelijk zelf de prijzen vast en custodians passen deze prijzen toe bij de waardering van de beleggingsportefeuilles. Als we streven naar uniformiteit moet er een partij zijn die daarin het voortouw neemt. De vraag is of de markt zelf een onafhankelijke prijsbron aanwijst of dat de toezichthouder dit uiteindelijk gaat afdwingen.'

Hagen: 'Ik ben er geen voorstander van dat dat bij de toezichthouder wordt gelegd, omdat die hopelijk vasthoudt aan het uitgangspunt "principle based"- en niet "rule based"-toezicht. Het lijkt me logischer dat een organisatie van accountants een verdere invulling geeft aan het begrip fair value. Als het zo gebeurt, heb je ook minder problemen met je accountant, krijg je een vinkje en kan je weer verder.'

WELKE ONTWIKKELINGEN ZIJN ER DE KOMENDE JAREN BINNEN DE CUSTODYWERELD EN SPECIFIEK IN DE NEDERLANDSE MARKT TE VERWACHTEN?

Gout: 'Regionalisatie, met name wat betreft Target2Securities,

en consolidatie. Er zal meer in IT (informatietechnologie) geïnvesteerd worden, zeker op het gebied van alternative investments. De Nederlandse markt is in beweging. Wat voor custodians belangrijk gaat worden is dat veel pensioenfondsen daadwerkelijk matching- en returnportefeuilles gaan ontwikkelen. Met betrekking tot de matchingportefeuilles maken we ons als custodians niet heel veel zorgen. Return, het stukje alfa, gaat ervoor zorgen dat men veel in alternatieven gaat zitten en daar zullen de custodians hun expertise gaan bewijzen. Ik denk ook dat het in-house uitvoeren van bijvoorbeeld performancemanagement, securities lending en transitie management voor pensioenfondsen steeds meer zal worden uitbesteed aan derden.'

Vroegop: 'De besluitvorming wordt steeds meer overgeheveld naar de assetmanagers. Je ziet dat de assetmanager in toenemende mate bepaalt wie de custodian wordt, met name om juist onafhankelijke rapportages te verzorgen waardoor toegevoegde waarde voor het pensioenfonds wordt geleverd.'

Van Weezenbeek: 'Ik zie niet dat de assetmanager een belangrijke rol gaat spelen in de keuze van de custodian. Integendeel, de eindbelegger speelt daar steeds een belangrijker rol in. Een andere trend voor de Nederlandse pensioenfondsindustrie is een toenemende discussie over governance: de eisen die aan het bestuur van een pensioenfonds worden gesteld gaan steeds meer omhoog. Dat betekent ook dat de complexiteit toeneemt wat onvermijdelijk zal leiden tot een verdere consolidatie van de sector. Tegelijkertijd gaan ook de eisen die aan de providers worden gesteld omhoog. Dat betekent dat custodians te maken



Monique Goossens / SecValeur

is directeur/eigenaar van SecValeur B.V., een adviesbureau gespecialiseerd in de operationele aspecten van het beleggingsproces. SecValeur doet projecten voor institutionele beleggers op gebied van bv. Custody, Securities Lending, Collateral Management, Transitie management, Outsourcing en adviseert over Service Level Agreements, operationele risico's, de opzet van monitoringstructuren e.d. Van 1988 tot 2006 heeft zij verschillende functies bekleed bij KAS BANK, Deloitte en Mn-Services, zowel aan de vraag- als aan de aanbiederskant. Daarnaast is Monique netwerkcoördinator binnen Vrouwen In Institutioneel Pensioen.

John Gout / J.P. Morgan Chase Bank

is in de Benelux verantwoordelijk voor de business development en relatiebeheer teams binnen Worldwide Securities Services, welke onderdeel uitmaakt van de Treasury & Securities Services divisie. John is sinds 2006 werkzaam bij J.P. Morgan in Amsterdam en heeft zowel nationale als ook internationale ervaring op het gebied van effectenbewaarneming en aanverwante diensten. In de afgelopen 20 jaar heeft John bij diverse financiële instituten gewerkt in Zürich, Londen en Amsterdam. John is general manager van J.P. Morgan in Nederland en lid van het Worldwide Securities Services management team in EMEA.



Ernst Hagen / Pensioenfondsen Horeca & Catering

is sinds 2007 Hoofd Beleggingen bij Pensioenfondsen Horeca & Catering. Ernst studeerde Kwantitatieve Bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Hij begon zijn carrière als Universitair Docent Financiering & Beleggingen aan dezelfde universiteit, waarna hij negen jaar in diverse posities voor ING Investment Management werkte, zowel in Den Haag als Sydney, variërend van Head of Middle Office tot Head of Strategic Marketing. Direct voorafgaand aan zijn huidige positie werkte Ernst drie jaar als Senior Investment Consultant bij Strategieon Investment Consultancy.

Marco Homburg / BNP Paribas Securities Services

als Head of Business Development eindverantwoordelijk voor productontwikkeling, sales en relatiebeheer in de Nederlandse markt. Voorafgaand aan zijn aanstelling in 2005 bij BNP Paribas Securities Services was Marco werkzaam bij onder meer Fortis Bank, Kas Bank en Rothmans Finance. Marco heeft meer dan 15 jaar kennis en ervaring in de Europese effectenindustrie en in het bijzonder van de Nederlandse pensioenfondsmarkt.



krijgen met een verzwaring van hun taken op het gebied van rapportage, risicomanagement en het ervoor zorgen dat het bestuur echt in control is. Door dit alles wordt het hele stelsel een stuk degelijker dan wellicht nu het geval is.'

Wiegel: 'Wat ons in de custodywereld in de komende jaren steeds meer zal bezighouden is de mate waarin systemen flexibel maar ook robuust blijven. Ik verwacht dat er veel geïnvesteerd zal moeten worden in informatietechnologie. Dit legt een grote druk op de financiële kracht van de custodians. De vraag is of alle custodians de financiële mogelijkheid hebben of dat de custodymarkt verder consolideert.'

Van Ooijen: 'Onafhankelijkheid wordt voor de bestuurder belangrijk en daarbij zal de custodian in toenemende mate een rol vervullen. Het is niet langer "show me", het is "proof me" geworden: echt bewijzen dat je dingen hebt gedaan. Dat de schaalgrootte van pensioenfondsen toeneemt, betekent niet direct dat het aantal pensioenfondsen minder wordt. Het multi-ondernemingspensioenfonds zorgt ervoor dat een pensioenfonds zijn eigen identiteit kan behouden, maar toch gebruik kan maken van een vorm van schaalgrootte. Fiduciair management zou een andere invulling kunnen zijn.'

Goossens: 'Besturen zijn in toenemende mate geïnteresseerd in custodydienstverlening. Voorheen was custody altijd een beetje een ondergeschoven kind, nu wordt het ineens interessant dat er een onafhankelijke partij is, de custodian, die bijvoorbeeld een rol kan spelen bij het meten van de beleggingsrisico's. Bestuurders zijn door de

financiële crisis zwaar met hun neus op de feiten gedrukt. Ze zullen wat moeten en ik denk dat ze zich steeds meer tot de custodians gaan wenden.'

Nederpel: 'In de pensioensector zal een verdere concentratie gaan plaatsvinden en ook bij custodians zal deze trend zich voortzetten. Custodians die het beste kunnen uitleggen wat veranderingen in de markt voor de klant betekenen, alsmede maatgesneden oplossingen en producten kunnen aanbieden, hebben een goede uitgangspositie voor de toekomst. De toenemende informatiebehoefte speelt hierbij een grote rol.'

IS ER EEN ROL VOOR DE CUSTODIAN IN DE BEGELEIDING VAN KLEINERE KLANTEN/ PENSIOENFONDSEN OM HEN TE ASSISTEREN BIJ HET OPZETTEN VAN DE NOODZAKELIJKE CONTROLEPROCESSEN?

Goossens: 'De achterliggende vraag is hoe het pensioenfonds checks and balances in het hele beleggingsproces kan inbouwen. Daarbij kan de custodian natuurlijk een rol vervullen. Niet dat hij dat namens het pensioenfonds moet doen, maar hij kan het wel inzichtelijk maken.'

Van Ooijen: 'De primair strategische afweging moet te allen tijde bij het bestuur van een pensioenfonds liggen, ongeacht de grootte van het fonds. Maar als de strategische keuze door het bestuur is gemaakt, kan de custodian, op basis van de ervaring die hij heeft met processen en structuren, ondersteuning verlenen in het implementatietraject.'

Hagen: 'Als pensioenfondsen heb je er best wel wat aan als een custodian naar je toekomt en zegt: dit hebben we in huis, dit is mogelijk en daardoor kan je beter controleren. Maar het bestuur moet daar leidend in zijn en wel zeggen: dit vind ik belangrijk en dat minder belangrijk. Ook de accountant heeft een rol, die zou naar de hele AO&IC (Administratieve Organisatie en Interne Controle) moeten kijken.'

Gout: 'De custodian kan alle services verlenen aan zowel het grootste als kleinste pensioenfonds. Maar is het kleine pensioenfonds ook bereid daarvoor te betalen? Dat wordt vaak te duur. Als bijvoorbeeld actieve mandaten worden omgezet in passieve mandaten, krijg je de vraag hoe je die mutual funds controleert op het gebied van compliance monitoring, performance measurement en risicomanagement. Daar zit wel een prijskaartje aan.'

ZOU DE MULTI OPF DAAR EEN OPLOSSING VOOR ZIJN?

Gout: 'Ik denk het wel, want daardoor wordt de buying power groter. Nu wordt er meestal op essentiële zaken als risicobeheer en compliance monitoring bekibbeld, omdat de budgetten niet zo groot zijn.'

Hagen: 'Als kleine pensioenfondsen dat niet kunnen betalen zijn ze misschien onvoldoende in control. Dus, of je moet het simpeler maken – dat is ook een van de aanbevelingen van de commissie-Frijns: keep it simple als je het allemaal niet aan kan – en alleen beleggen in aandelen, obligaties, simpele fondsen en dat is it, of je constateert dat je niet meer in control kunt zijn en naar schaalvergroting toe moet, in welke vorm dan ook.'

WAT IS JULLIE MENING OVER HET RAPPORT-FRIJNS?

Hagen: 'Daar staan een paar stevige uitspraken in, bijvoorbeeld dat het bestuur initieënd moet optreden als het om beleggingsbeleid, risicomanagement gaat. Er staat ook in dat pensioenfondsen op moeten passen voor een te grote complexiteit en zich af moeten vragen of ze wel voldoende expertise in huis hebben. Het rapport-Frijns is een goed verhaal dat veel mensen aan het denken zou moeten gaan zetten.'

Gout: 'Ik denk dat de commissie de spijker op zijn kop slaat en iedereen weer met de feiten om de oren slaat. Prudent beleggingsbeleid, risicobeheer en governance zijn de speerpunten waar verbeteringen kunnen worden aangebracht en daar kunnen wij als custodian prima op inspelen.'

Van Weezenbeek: 'Voor pensioenfondsen wordt de lat vrij hoog gelegd, zeker wat betreft expertise, governance, verantwoording afleggen over het risico en weten wat eigenlijk de risicobereidheid van je deelnemers is. Het meest interessante is het loslaten van het nominale kader en naar een reëel kader gaan. Bestaat daarvoor een instrumentarium, kan je dat?'

Hagen: 'Een reëel kader zou de voorkeur moeten verdienen boven een nominaal kader, omdat het pensioengerechtigden uiteindelijk om hun koopkracht gaat. Het is natuurlijk een feit dat veel regelingen zijn vormgegeven als nominale regelingen met een voorwaardelijke indexatie. Vandaar dat de focus nog heel sterk ligt op het nominaal kader. Als je een reëel kader gaat toepassen op een nominaal kader krijg je een mismatch en vervolgens schaf je ook alle pensioenfondsen af die juist door een verbeterd risicomanagement hun nominale renterisico's in meer of mindere mate hebben afgedekt binnen het nominaal toetsingskader.'

Rapport Frijns

- Speerpunten:
- Prudent beleggingsbeleid
 - Risicobeheer
 - Governance

BESTAAN ER VOLDOENDE INSTRUMENTEN OM NAAR EEN REËEL KADER TE GAAN, MET NAME AAN DE BELEGINGSKANT?

Hagen: 'Dan richt je je echt op de Nederlandse inflatie. De roep is al jaren: Nederlandse overheid, geef nu eens eindelijk inflatiegerelateerde obligaties uit. Het vreemde is dat landen, waarvan wij denken dat ze bang zouden moeten zijn voor een hoge inflatie, wél inflatiegerelateerde obligaties uitgeven en Nederland, waar de vrees voor inflatie toch minder zou moeten zijn, niet. Als Nederland wel inflatiegerelateerde obligaties zou uitgeven, incasseert de staat gemiddeld genomen een kwart procent meer premie. Als overheid heb je ook een soort natuurlijke hedge, omdat hogere inflatie tot meer belastinginkomsten leidt waaruit je een eventuele hogere rente kunt financieren. Vervolgens help je daar de Nederlandse pensioenfondsen mee. Inflatiegerelateerde swaps zijn een ander alternatief, maar die markt is voor grote pensioenfondsen onvoldoende groot. Dus inderdaad, het instrumentarium om naar een reëel kader te gaan, is nu veel te beperkt.'

WELKE ONTWIKKELINGEN ZIEN JULLIE OP HET GEBIED VAN OTC-DERIVATEN?

Nederpel: 'De markt voor derivaten groeit al jaren explosief en zal ook in de toekomst verder groeien. Alle custodians hebben in het verleden moeite gehad om de snelheid van deze ontwikkelingen te volgen. De wens om OTC-derivaten bij een CCP onder te brengen zal leiden tot meer standaardisatie en een grotere transparantie in de prijsvorming.'

Van Weezenbeek: 'Het aantal OTC-derivaten is de laatste jaren explosief toegenomen, maar het gebruik en de complexiteit van die derivaten neemt nu af. Voor veel pensioenfondsen zullen derivaten een belangrijk deel van hun portefeuilles blijven vormen, zeker als het gaat om hedging en bepaalde overlaystructuren.'



Wim van Ooijen / Northern Trust

is sinds begin 2008 hoofd relatiebeheer binnen het Nederlandse kantoor van Northern Trust. De voorgaande vier jaren was Wim Senior Relatiebeheerder binnen het Nederlandse team waarvan twee jaar vanuit London. Voor zijn komst naar Northern Trust was hij bijna vijf jaar werkzaam bij KAS BANK in Amsterdam. Wim heeft bedrijfseconomie gestudeerd in Tilburg.

Roy Oostinjen / AssetCare

is medeoprichter van AssetCare BV, een bedrijf dat diensten verleent op het gebied van beleggingsadministraties. Startte in 1974 als boekhouder bij de Zwolsche Algemeene (nu Allianz). Kwam al gauw terecht in de wereld van beleggingsadministraties. In 1989 overgestapt naar Lombard Odier Asset Management alwaar hij verantwoordelijk was voor Operations en ICT. In april 2006, samen met Bram Schrijver, AssetCare BV opgericht. AssetCare levert administratieve ondersteuning bij een aantal grote bedrijven en heeft inmiddels ook een aantal administraties geïnsourced.



Gout: 'Het aantal OTC-derivaten zie ik niet duidelijk afnemen. Wel wordt afscheid genomen van producten die men daadwerkelijk niet begreep. De derivatenbusiness is nog steeds een groeiende markt. Het is wel belangrijk dat met betrekking tot OTC-derivaten voldoende expertise aanwezig is om het zogenoemde life-cyclemanagement van a tot z op orde te krijgen. Als je dat niet goed aanpakt, zit je aan het einde van de rit naar de verkeerde cijfers te kijken.'

Goossens: 'Daardoor zie je hier een trend van uitbesteding ontstaan. Uiteraard moet het waarden van derivaten en de gevolgen daarvan – het uitzetten en ontvangen van collateral van je tegenpartij – gemonitord worden. Ook daar kan een custodian een logische rol vervullen.'

Ontwikkelingen OTC-derivaten

- Verdere groei
- Meer standaardisatie
- Grotere transparantie in prijsvorming

WAT IS DE ROL VAN CUSTODIANS IN HET ONDERSTEUNEN VAN INITIATIEVEN ZOALS DE PPI (PREMIEPENSIOENINSTELLING) EN HET MOPF (MULTI-ONDERNEMINGSPENSIOENFONDS)?

Van Ooijen: 'Bij het implementeren van deze ontwikkelingen kan een custodian zeker toegevoegde waarde bieden, bijvoorbeeld wat betreft asset pooling en rapporteren op verschillende niveaus. Dat zal ook weer leiden tot een stukje

consolidatie. Nederland lijkt op het gebied van dit soort initiatieven overigens iets achter te lopen op de ons direct omringende landen.'

Wiegel: 'Als custodian moet je ervoor zorgen dat je infrastructuur geschikt is om dit soort initiatieven te faciliteren. Kan je op zodanige wijze rapporteren dat zowel assets als liabilities zichtbaar zijn? Dat is wederom een uitdaging waar de custody-industrie voor staat. Kunnen wij rapportages verzorgen die bijvoorbeeld een MOPF nodig heeft? Onze klanten zijn op zoek naar dit soort geïntegreerde rapportages en waarden de toegeleverde toegevoegde waarde.'

Homburg: 'Wat betreft de MOPF zie je dat er bij de ondernemingspensioenfondsen meer druk vanuit de onderneming komt om controle te krijgen op met name het assetmanagement en daarachter ook op het rapportagegebeuren. Dat wil zeggen dat er eigenlijk druk ontstaat op de custodian, omdat de onderneming, als er weer sprake is van een onderdekking, vaak niet bereid is te blijven funden.'

Wiegel: 'Het is natuurlijk niet zo dat door het oprichten van een MOPF de onderdekking wordt opgelost. Zo simpel is het niet.'

Hagen: 'De belangrijkste reden voor het vormen van een MOPF is governance. Als je bijvoorbeeld met zijn drieën samengaat hoeft elk ondernemingspensioenfonds maar twee bestuursleden te leveren. En je hebt één verantwoordingsorgaan. Dat is belangrijk, omdat het gewoon

moeilijk is om capabele bestuurders te vinden. Secundair is dat een MOPF over meer buying power beschikt en gebruik kan maken van de handige staffeltjes van vermogensbeheerders: als je drie keer 20 miljoen wegzet, kan je dat doen voor de helft van de prijs.'

IS ASSET POOLING DE TOEKOMST VOOR DE NEDERLANDSE PENSIOENFONDSEN?

Van Weezenbeek: 'Ja en nee. Asset pooling biedt eindbeleggers de mogelijkheid om kosten te besparen, expertise te bundelen en diversificatie aan te brengen in hun beleggingen. Of asset pooling de toekomst is voor Nederlandse pensioenfondsen betwijfel ik. De echte issues zitten toch meer in het governancestuk en dan heb ik het over de structuur van de pensioenfondsen. Een MOPF biedt meer oplossingen dan alleen asset pooling, al denk ik wel dat asset pooling een belangrijke rol kan spelen bij het behalen van schaalvoordelen.'

Oostinjen: 'Ik denk dat asset pooling juist wel de toekomst is voor de Nederlandse pensioenfondsen. Het leidt tot kostenbesparingen, een betere risicobeheersing en voor met name de kleinere pensioenfondsen tot meer rendement. Ik zie bij mijn klanten dat ze aan asset pooling mee gaan doen om tegen lagere kosten meer rendement te halen.'

Nederpel: 'Pooling is met name interessant voor pensioenfondsen van multinationals en assetmanagers met fondsen waarin derden participeren. De voordelen van pooling hebben zich inmiddels in de praktijk bewezen.'

Goossens: 'Asset pooling biedt voordelen, maar ik zie ook wel wat nadelen. Transparantie is een big issue. Zo moet je in de beleggingsadministratie extra kosten maken om de vereiste informatie voor de eindbelegger zichtbaar te krijgen, als de beheerder überhaupt al van zins is die informatie te verstrekken.'

Gout: 'Ik denk meer aan een combinatie van asset pooling en gesegregeerde portefeuilles. Asset pooling is wel geschikt voor de een maar niet voor de ander, bijvoorbeeld omdat de een een distributiegedachte richting Europa heeft en de ander niet.'

Asset Pooling

- Voor sommige pensioenfondsen interessant
- Kostenbesparingen
- Betere risicobeheersing
- Transparantie kan issue zijn

IS BTW-VOORDEEL DÉ DRIJFVEER VOOR ASSET POOLING OF GAAT HET DAARNAAST VOORAL OM ANDERE VOORDELEN?

Gout: 'Wij hebben daar onderzoek naar gedaan en daaruit blijkt dat btw niet het punt is waarom asset pooling is ontstaan. Het gaat met name om distributie, Europese expansie, het reduceren van tradingkosten en het aanbieden van nog betere vermogensbeheerproducten.'

Van Weezenbeek: 'Er zijn verschillende drijfveren om tot asset pooling over te gaan. Beheerders die al samenwerken, omdat ze feitelijk aan elkaar gelieerd zijn, willen besparen op de kosten,



Pim Nederpel / Citi

is sinds januari 2010 werkzaam bij Citi als Hoofd Global Transaction Services en Securities en Fund Services. Hij is verantwoordelijk voor de coördinatie van deze activiteiten in Nederland. Pim heeft meer dan 20 jaar ervaring in de effectensector. Voor Citi is hij vanaf 2005 werkzaam geweest bij ABN AMRO Mellon / BNY Mellon Asset Servicing, respectievelijk als Chief Financial Officer en Chief Executive Officer. Tussen 1989 en 2005 heeft hij diverse posities bekleed bij European Options Exchange, Amsterdam Exchanges en Euronext.

Simone Vroegop / State Street

is sinds 2004 werkzaam bij State Street en heeft de functies van Account Manager en Business Development Manager bekleed. Daarnaast heeft zij de front-office van State Street in Nederland opgebouwd. Momenteel is Simone verantwoordelijk voor de business development activiteiten van State Street Global Services in Nederland, België en de Nordics. Voor 2004 was zij werkzaam voor KAS BANK als relationship manager, waar zij verantwoordelijk was voor de relatie met een aantal Nederlandse institutionele beleggers. Simone is afgestudeerd als tolk/vertaler en heeft tevens internationale politiek gestudeerd aan de universiteit van Antwerpen en Kopenhagen.



waarvan de btw een onderdeel is. Je ziet ook dat ze voor asset pooling kiezen om het beheer te vereenvoudigen, het btw-voordeel is dan minder relevant.'

Wiegel: 'Asset pooling is voor een CFO van een multinational een handig instrument om zijn balansmanagement en pensioenverplichtingen helder inzichtelijk te maken. Maar ik betwijfel of dit motivatie genoeg is voor individuele besturen van de pensioenfondsen in Nederland om aan asset pooling te gaan doen. De MOPF is in ieder geval niet gecreëerd vanwege asset pooling.'

Van Ooijen: 'Asset pooling wil niet zeggen dat je meteen al je assets moet poolen. Je kunt kijken naar die onderdelen van de portefeuille waar het echt waarde toevoegt.'

Drijfveren voor asset pooling

- Distributie
- Vereenvoudiging beheer
- Europese expansie
- Kostenreductie
- Aanbieden betere vermogensbeheerproducten

WELKE INFRASTRUCTURELE VERANDERINGEN ZIJN AANSTAANDE EN IN HOEVERRE HEBBEN DIE IMPACT OP DE CUSTODYBUSINESS?

Homburg: 'Target 2 Securities (T2S) wordt het centrale settlementplatform dat naar verwachting in 2013 wordt neergezet. Doordat de settlementssystemen in 25 landen geharmoniseerd worden, ontstaan kostenvoordelen voor met name institutionele beleggers. Custodians kunnen zich op verschillende manieren bij T2S aansluiten: via een Central Securities Depository (CSD) of direct. De exacte pricing models zijn nog niet definitief vastgesteld, maar T2S zal, als gezegd, een additioneel kostenvoordeel opleveren op het gebied van settlement.'

Gout: 'Het kostenaspect is zeker een issue, ook de onderliggende klanten zullen van het kostenvoordeel profiteren. Bovendien nemen de liquiditeit en de collateral-efficiency toe. Het wordt makkelijker als je binnen één systeem een pot met collateral hebt ondergebracht. Als je collateral nu cross border moet overboeken, ben je twee, drie dagen verder van huis, wat gepaard gaat met risico. Straks kan het in één systeem van de ene naar de andere kant worden overgeboekt.'

Van Weezenbeek: 'T2S betekent dat je direct toegang krijgt tot het settlementplatform in al die 19 markten. Voor eindbeleggers is het een verdere stap naar harmonisatie binnen Europa en daardoor zullen de settlementkosten sterk naar beneden gaan.'

Goossens: 'Central Securities Depositories gaan opschuiven in de value chains waardoor ze taken van custodians gaan overnemen.'

Nederpel: 'T2S zal een grote impact hebben op de industrie. ICSD's en CSD's zullen met elkaar gaan concurreren en het aantal CSD's zal afnemen. Daarnaast zullen CSD's zich gaan bewegen in de value chain en gaan concurreren met custodians.'

Vroegop: 'Daarom is het juist zo belangrijk dat custodians toegevoegde waarde gaan bieden op bijvoorbeeld het gebied van rapportages.'

WELKE IMPACT HEEFT DE KREDIETCRISIS GEHAD OP SECURITIES LENDING?

Goossens: 'Securities lending is vrijwel volledig tot stilstand gekomen, behalve voor partijen die door problemen met cash reinvestment fondsen niet de keuze hadden te stoppen. Het komt langzaam weer een beetje op gang, maar pensioenfondsen maken ten aanzien van securities lending steeds vaker de afweging om het maar niet te doen, omdat het voordeel ten opzichte van het risico niet meer zo groot is. Dat heeft overigens niet alleen met de crisis te maken, maar ook met het feit dat de Europese taxharmonisatie steeds verder doorzet. Als pensioenfondsen willen doorgaan met securities lending zullen ze wel de kennis en middelen in huis moeten hebben om hun serviceverleners te monitoren.'

Nederpel: 'Een aantal partijen heeft zich de risico's van securities lending inclusief cash reinvestment onvoldoende gerealiseerd. Na de kredietcrisis is het proces door deelnemers in detail geanalyseerd en ik zie dat lendingactiviteiten langzamerhand weer worden opgestart. Het gewenste risicoprofiel en risicomangement staan hierbij centraal.'

Gout: 'Bij securities lending is te veel gekeken naar de revenue-potentie en te weinig naar het risicomodel. Hier is inmiddels een heel andere kijk op.'

Impact kredietcrisis op securities lending

- Bewustwording van risico's verbonden aan securities lending

WELKE ONTWIKKELINGEN HEBBEN JULLIE WAARGENOMEN OP HET GEBIED VAN RISICOMANAGEMENT VOOR PENSIOENFONDSEN?

Van Weezenbeek: 'Je ziet dat de risicodrempel steeds meer afneemt en zo ongeveer naar nul gaat. In de rapportagevereisten zie je dat terugkomen met een duidelijke wens voor ex ante en ex post risicorapportages en scenario-analyses. Er is, kortom, een hernieuwde kijk op risicomangement gekomen met als doel om kort op de risico's te zitten en sneller bij te sturen dan voorheen.'

Nederpel: 'Pensioenfondsen zijn bij investeringsbeslissingen bewuster gaan sturen op risico's versus rendementen. Het



Mark van Weezenbeek / KAS BANK

is sinds 1996 werkzaam bij KAS BANK. In zijn huidige functie is hij verantwoordelijk voor de commerciële activiteiten van KAS BANK. KAS BANK biedt een breed pallet aan innovatieve diensten aan. De focus ligt op toegevoegde waarde diensten op het gebied van treasury, risicobeheersing en managementinformatie. Deze dienstverlening wordt ontwikkeld op de basisdiensten beleggingsadministratie, custody, clearing en settlement. De innovatieve kracht van deze dienstverlening heeft geresulteerd in het marktleiderschap in Nederland. Mark is afgestudeerd aan de Erasmus Universiteit te Rotterdam als bedrijfseconoom.

Rene Wiegel / The Bank of New York Mellon

is Director / Business Development Benelux and Special Projects bij The Bank of New York Mellon en uit dien hoofde verantwoordelijk voor Sales en Client Enrichment. Rene heeft van 1978 tot en met 2006 diverse leidinggevende functies bekleed bij Assurantien N.V., Amro Bank en ABN Amro Bank, onder andere op het gebied van Verzekeren, Financial Institutions, Treasury en Custody. Rene heeft de HEAO afgerond, heeft diverse vakgerichte opleidingen voltooid en heeft een Executive Management Programma aan Instituut Nijenrode gevolgd.



gaat niet alleen meer om de return, maar vooral ook om het risico dat tot die return heeft geleid.'

Gout: 'Meer bewustwording van wat er precies gemeten dient te worden ten aanzien van risk en ook de verschuiving van maandelijkse naar dagelijkse metingen.'

DUS EERST VRAGEN NAAR HET RISICOPROFIEL EN DAN DE RETURN BEPALEN?

Gout: 'We krijgen vaak niet alle benodigde informatie om ook daadwerkelijk met een oplossing te komen. Een iteratief proces tussen partijen is daarom zeker gewenst.'

KAN EEN RFP (REQUEST FOR PROPOSAL) HIER UITKOMST BIJEN?

Wiegel: 'Ik zeg altijd tegen klanten: een custodian is net als je bankrekening, die hoop je ook niet al te vaak te wijzigen. Klanten moeten de tijd nemen om goed na te gaan welke custodian bij hen past. Er zijn nogal wat kwalitatieve omgevingsfactoren die je niet in een RFP kunt vatten maar die wel degelijk van belang zijn of je uiteindelijk kiest voor custodian a of b.' «

CONCLUSIE

De rol van de custodian is de laatste jaren sterk veranderd. Van de oorspronkelijke custodyrol, het bewaren van effecten, heeft er een verschuiving plaatsgevonden naar de rol van onafhankelijk administrateur van de totale beleggingsportefeuille. Dat betekent dat de custodian naast het administreren van de eigendomsposities ook veel aandacht moet besteden aan performance- en risicomanagement en -meting, compliance monitoring, enzovoort. De custodian speelt een belangrijke rol in het ondersteunen van pensioenfondsbesturen. De toezichhouder eist dat die besturen te allen tijde in control moeten zijn. In de praktijk komt dat erop neer dat pensioenfondsen dagelijks geïnformeerd willen worden over de gang van zaken. Daardoor zijn ze in steeds grotere mate afhankelijk van de door de custodian geleverde rapportages, zeker met betrekking tot het risicomanagement. Omdat de eisen aan de pensioenfondsbestuurders omhooggaan, krijgen custodians te maken met een verzwaring van hun taken op het gebied van rapportage, risicomanagement en het ervoor zorgen dat het bestuur echt in control is.

Of, om het nog iets anders te formuleren, onafhankelijkheid wordt voor de bestuurder van een pensioenfonds wezenlijk, en daarbij zal de custodian in toenemende mate een rol vervullen. Die zal dan echt moeten bewijzen dat hij dingen heeft gedaan, een soort keurmerk moeten overleggen.

Bestuurders zijn in toenemende mate geïnteresseerd in custodydienstverlening. Ze zijn door de financiële crisis zwaar met hun neus op de feiten gedrukt en zullen dus 'wat' moeten, bijvoorbeeld zich steeds meer wenden tot de custodian.

KEITH HABERLIN, HOOFD SECURITIES LENDING EMEA BIJ BROWN BROTHERS HARRIMAN BEANTWOORDT EEN AANTAL VRAGEN OVER SECURITIES LENDING

De ondergang van Lehman Brothers als inlener van effecten in combinatie met de ruime aandacht die collateral reinvestment verliezen en short selling restricties teweegbrachten, hebben tijdens de financiële crisis een enorme impact gehad op securities lending. Dit leidde ertoe dat veel uitleners van effecten zich terugtrokken uit hun securities lending programma's om vervolgens de activiteit opnieuw te gaan evalueren en benaderen. Op dit moment, ruim anderhalf jaar na het dieptepunt van de crisis, merkt Keith Haberlin, Hoofd Securities Lending EMEA op, dat veel uitleners van effecten terugkeren naar de markt met een groter bewustzijn van de risico's die verbonden zijn aan securities lending, welke, net als bij iedere andere beleggingsactiviteit, zorgvuldig beheerst en gecontroleerd moeten worden.

IN WELK OPZICHT IS DE HOUDING VAN UITLENERS VAN EFFECTEN VERANDERD?

Uitleners van effecten hebben zich gerealiseerd dat securities lending een belangrijk middel kan zijn voor het verbeteren van de performance of, zoals bij Nederlandse pensioenfondsen, het verbeteren van de dekkingsgraad. Echter, net als met beleggingsstijlen heb je verschillende manieren waarop je met securities lending kunt omgaan. Veel van de problemen die zich tijdens de kredietcrisis openbaarden, werden veroorzaakt door het nemen van risico's die niet pasten bij een securities lending programma en waren vooral gerelateerd aan het herbeleggen van de cash collateral. Dientengevolge zien we een verschuiving naar 'back to basics', naar 'value' lending, waar de nadruk gelegd wordt op het genereren van rendement door middel van de effecten die uitgeleend zijn in combinatie met een aantal conservatieve parameters. Dit onderscheidt zich wezenlijk van 'volume lending' waar de doelstelling is om zoveel mogelijk effecten uit te lenen waarbij extra risico's genomen worden met het onderpand, zoals met het herbeleggen van cash of door middel van acceptatie van effecten met een lagere kredietkwaliteit als onderpand. BBH, van oorsprong een value lender, verwelkomt deze verschuiving.

HEEFT DIT TOT VERSCHUIVINGEN AAN DE KANT VAN CUSTODY AANBIEDERS GELEID?

Uitleners van effecten hebben zeker een meer verfijnde benadering toegepast als het gaat om de selectie van custody aanbieders en zijn op dit moment minder geneigd om te blijven uitlenen aan hun custodian alleen maar omdat dat gemakkelijker is of economische voordelen oplevert. Gebaseerd op hun asset mix en risicoprofiel, bepalen uitleners van effecten welke kenmerken belangrijk zijn bij een aanbieder en vervolgens kiezen zij voor de partij die

het meest in lijn handelt met hun eigen beleggingsfilosofie en vereisten. Dit zou kunnen betekenen dat zij meer dan één lending agent gebruiken en dat zij, net als bij de keuze voor een bepaalde investment manager, een partij selecteren vanwege de specifieke asset class expertise. Op dit moment zien we vooral dat we mandaten winnen, omdat de klant zich comfortabel voelt bij de manier waarop wij omgaan met het risico management.

ZIJN PRINCIPAL EN EXCLUSIVE BORROWING ARRANGEMENTS NOG STEEDS PREVALENT AANWEZIG?

Sprekend vanuit onze ervaring, zien we dat de vraag naar principal en exclusive arrangements is afgenomen vanwege zorgen over tegenpartijrisico's en vanwege de afgenomen marges die op deze arrangements gemaakt worden. We hebben er nieuwe relaties in ons agency programma bij gekregen die in het verleden stukken uitleenden via exclusive agreements of relaties die hun eigen proprietary lending desks beheerden. Deze relaties zijn tot de conclusie gekomen dat er voordelen gekoppeld zijn aan het handelen met verschillende tegenpartijen, hetgeen centraal staat in het BBH agency programma.

WELKE VRAAG MOET IEDERE UITLENER VAN EFFECTEN AAN ZIJN LENDING AGENT STELLEN?

Het is uiterst belangrijk om er achter te komen hoe de lending agent tijdens de crisis gepresteerd heeft – hebben hun cliënten te maken gehad met verliezen of met problemen omtrent de waardering van de collateral? Hoe snel konden zij de posities afwickelen na de ondergang van Lehman Brothers? Bij de keuze van een nieuwe aanbieder is het van belang om de prestaties van een lending agent tegen het licht te houden van de recente ontwikkelingen. Op deze manier kan men bepalen of de visie van het programma en de wijze waarop omgegaan wordt met risicomanagement in lijn zijn met de verwachtingen. «



Keith Haberlin