

# PGGM Uitvoeringsrichtlijn compensatie financiële dienstverleners

2 december 2014



*Voor een waardevolle toekomst*

## 1. Inleiding

De recente wereldwijde financiële crisis heeft de discussie aangewakkerd over het functioneren van het financiële systeem in het algemeen en het functioneren van het traditionele model van vermogensbeheer in het bijzonder. Er is een gebrek aan vertrouwen bij kapitaalverstrekkers in dit traditionele model. Tussen kapitaalverstrekkers en financiële dienstverleners, zoals externe managers kunnen tegengestelde belangen bestaan ten aanzien van kosten en rendement. Dit allemaal in de context van een teruglopende maatschappelijke acceptatie van hoge beloningen in de financiële sector. PGGM Vermogensbeheer B.V. (hierna PGGM) selecteert namens klanten financiële dienstverleners voor een deel van de beleggingen en heeft een visie op de compensatie van financiële dienstverleners. Deze uitvoeringsrichtlijn heeft betrekking op zowel de tarieven die worden afgedragen, als op de individuele remuneratie van management en medewerkers van financiële dienstverleners, gezamenlijk 'Compensatie'(zie kader). PGGM richt zich vooral op externe managers via wie in fondsen of gesegregeerde mandaten wordt belegd.

PGGM heeft ten behoeve van haar klanten een visie op compensatie ontwikkeld vanuit het perspectief van alignment en ten aanzien van buitensporige vormen van compensatie. Wat buitensporig is varieert per individu, per markt en per beleggingscategorie. Er is een groeiende druk van onze klanten en de begunstigden van de pensioenfondsen namens welke PGGM belegt, om (vormen van) compensatie van financiële dienstverleners niet langer onbesproken te laten. Hoewel PGGM voor een uitdaging staat om buitensporige vormen van compensatie te definiëren, zullen wij ons gefaseerd top-down inspannen om stelling te nemen tegen de meest buitensporige vormen van compensatie. PGGM zal in

dialogo gaan met financiële dienstverleners en zal waar nodig gepaste maatregelen nemen en zich inspannen om te waarborgen dat op verantwoorde wijze voor de klanten wordt belegd. Alignment is daarin van belang. Indien onze inspanningen op termijn niet de gewenste resultaten opleveren, dan kan PGGM, als een *ultimum remedium*, voorstellen om de financiële dienstverlener niet meer te contracteren.

Vanuit een alignment en kostenperspectief willen we goede en beheerste structuren en hoogtes van tarieven. Een ander perspectief betreft remuneratie van partners, management en medewerkers van een externe manager en/of fonds. Remuneratie bestaat veelal uit zowel een vast als variabel deel. Op remuneratie bij externe managers hebben wij geen rechtstreekse invloed anders dan – waar mogelijk – in de afspraken die PGGM daarover kan maken in de mandaten en de tarieven die we namens de klanten betalen. We vinden dat remuneratie eveneens beheerst en adequaat, bijvoorbeeld qua hoogte, risico en alignment dient te zijn. We zullen hiervoor blijvend aandacht vragen en dit meenemen in de selectie van financiële dienstverleners.

Een belangrijk element in de bredere compensatie bij externe managers is dat partners, management of medewerkers van externe vermogensbeheerders, hun financiële vermogen kan worden gerealiseerd door individuele beleggingswinsten. Op deze manier kan vermogen worden gerealiseerd op dezelfde wijze als voor de institutionele belegger absolute rendementen worden gerealiseerd door (risicovol) te beleggen. Deze individuele beleggingswinsten kunnen tot zeer hoge rendementen voor individuen leiden. De visie van PGGM is niet gericht op het beperken van dergelijke 'uitkeringen' zolang deze niet strijdig zijn met de belangen ('alignment') en doelstellingen van onze klanten.

### Begrippen

In dit document definiëren we onderstaande begrippen als volgt:

**Compensatie** – Financiële toekenningen, niet-financiële toekenningen en/of andere zaken van economische waarde in ruil voor het geleverde werk en/of diensten. In deze uitvoeringsrichtlijn voor compensatie verwijst het begrip naar remuneratie of naar tarieven (fees).

**Remuneratie** – De compensatie die individuen ontvangen in ruil voor het geleverde werk. Remuneratie behelst doorgaans het vaste salaris, een variabele beloning in aandelen en/of geld, niet-financiële toekenningen, zoals het ontvangen van training.

**Tarieven (fees)** – De compensatie die financiële dienstverleners ontvangen in ruil voor de geleverde

diensten. Fees worden doorgaans gebruikt voor lonen, overige kosten en winst.

**Individuele beleggingswinst** – Financiële waardecreatie uit het meebeleggen door dienstverleners of partners, management of medewerkers van dienstverleners in structuren en/of entiteiten waarin PGGM voor de klanten belegt. Deze waardecreatie is onderhevig aan beleggingsrisico's, de manier waarop ook de institutionele belegger rendement op beleggingen realiseert.

**Financiële dienstverleners** – Onafhankelijke financiële sector ondernemingen die uitbestede diensten aan PGGM leveren, zoals, vermogensbeheerders, fondsmanagers en custodians.

Waar individuele beleggingswinsten in omvang in feite insignificant zijn (niet perse alleen in percentage van het fonds of het gesegregeerde mandaat, maar ook in structuur en ten opzichte van de individuele situatie), zijn individuele beleggingswinsten in feite een verkapte remuneratie. PGGM behandelt dit in dergelijke situaties ook als remuneratie.

Alignment problematiek tussen kapitaalverschaffers en externe managers uit zich voornamelijk op drie manieren:

1. Hoge compensaties worden uitgekeerd ondanks matige of slechte performance;
2. Hoge agentkosten die worden doorberekend in bepaalde segmenten van financiële dienstverleners, met name op het gebied van 'rent-extraction' (waar een manager een te groot deel van de surplus van de fee ontvangt);
3. In de remuneratiestructuren bestaat onvoldoende gerichtheid op de lange termijn in bepaalde segmenten van financiële dienstverleners.

PGGM wil zich in de komende jaren op deze issues focussen en gelooft dat voortgang op deze punten een relatieve reductie van de compensatie oplevert.

Een belangrijk onderscheid dient te worden gemaakt voor beleggingen waar PGGM vooral een benchmarkresultaat (bèta) tegen zo laag mogelijke kosten wil realiseren en beleggingen waarmee PGGM betere beleggingsresultaten (outperformance) dan de benchmark (alpha) wil realiseren. Daarbovenop is het relevant of via gesloten fondsen met eindige looptijd of via open fondsen of gesegregeerde mandaten (met oneindige looptijd) wordt belegd. Voorts is van belang of directe investeringen worden gedaan, bijvoorbeeld in privaat vastgoed, infrastructuur en private equity.

PGGM gelooft dat de focus moet liggen op het vergroten van de alignment tussen de kapitaalverstrekker en de financiële dienstverlener. Zo hebben bijvoorbeeld managementteams binnen directe en co-investeringen vaak zelf een significant deel van hun vermogen mee belegd met de kapitaalverstrekkers. Hoewel deze richtlijn zich meer toespitst op externe managers, gelden de principes ook voor de management teams en partners in directe en co-investeringen. Voor bèta beleggingen wil PGGM vooral management fees betalen, voor alpha beleggingen kunnen performance fees instrumenteel zijn in het creëren van een alignment. PGGM wil pas performance fees betalen indien een risico-gewogen rendement boven een bepaald minimum ('hurdle') wordt behaald. Een lange termijn horizon hierin is essentieel. PGGM wil namens de klanten geen performance fees betalen in situaties waar de hurdle niet wordt gehaald. Clawbacks of langjarige doorrollende gemiddeldes van performance zijn belangrijke instrumenten en graadmeters om dit te voorkomen en dit beheersbaar te houden.

Voor specifieke segmenten binnen onze beleggingen zien we aanvullende zorgen en oplossingsrichtingen. Binnen private equity beleggingen hebben wij bijvoorbeeld problemen met structuren als de zogenoemde 'catch-up' en 'American waterfall'.

## 2. Visie PGGM

Voor PGGM is de opdracht van onze klanten leidend. PGGM is zich bewust van de wetgeving en regelgeving rondom compensaties en hoge maatschappelijke druk die onze klanten voelen op het gebied van kosten en compensatie. PGGM wil dan ook producten aanbieden die goed uitlegbaar zijn aan zowel onze klanten als aan hun pensioengerechtigden.

PGGM streeft naar het verder reduceren van tarieven en remuneratie, met name in de segmenten waar de agentkosten hoog zijn. Hoewel in sommige segmenten al voortgang geboekt is op dit gebied, bijvoorbeeld bij privaat vastgoed, is het afnemen van (meer)opbrengsten ('rent-extraction') door middel van tarieven en/of remuneratie in andere segmenten, zoals private equity nog hoog.

PGGM wil ten aanzien van een reductie van tarieven en remuneratie een duidelijke positie innemen, maar is realistisch over het feit dat hiervoor een gefaseerde aanpak nodig is en dat wij niet te ver voor de markt uit kunnen lopen. In die gefaseerde aanpak wil PGGM de marktstandaarden laten meewegen in de overwegingen over wat wij op een bepaald moment acceptabel vinden. Er zal op het gebied van tarieven en remuneratie een balans moeten worden gevonden tussen actief 'duwen' en het mogelijkkerwijs niet langer beleggen in de beste managers.

Uiteindelijk is alignment tussen de kapitaalverstrekker en de financiële dienstverlener het belangrijkste aspect van duurzame compensatie. PGGM gelooft dat goede alignment niet alleen de kosten kan verlagen, maar ook de resultaten kan verbeteren.

Samengevat is de filosofie van PGGM dan ook de volgende:

- PGGM gelooft in belonen voor het behalen van echte resultaten;
- Beloningsprikkel gericht op de lange termijn werken;
- Een compensatiestructuur dient duidelijk en transparant te zijn;
- Compensatiestructuren moeten aligned zijn met de doelstellingen van de kapitaalverstrekker:
  - Geen hoge compensatie in het geval van slechte of gemiddelde performance;
  - Beperken, over tijd, van ongewenste structuren en praktijken, zoals 'Catch-up', 'American Waterfall' en 'Rent-Extraction'.

Het belangrijkste instrument dat door PGGM is ontwikkeld om invulling te geven aan deze filosofie, is het Fee Protocol. Hierin zijn afspraken gemaakt over acceptabele tarieven en vergoedingsstructuren per beleggingscategorie waar PGGM financiële dienstverleners inzet.

PGGM vindt dat op lange termijn acceptabele compensatie moet voldoen aan de volgende criteria:

- Basis fee: de management fee is slechts bedoeld voor het dekken van kosten en remuneratie. In sommige segmenten wordt een kosten+ model gehanteerd;
- Performance fee: alleen bij bovengemiddelde prestaties (boven een vooraf afgesproken hurdle met een uitdagend niveau);
- Relatief significant financiële vermogen kan worden gerealiseerd wanneer de fondsbeheerder individuele beleggingswinst behaalt;
- Transparantie op het gebied van vergoedingsstructuren, budgetten en remuneratie door onze financiële dienstverleners;
- Compensatie moet aligned zijn met de duurzame absolute rendementen op lange termijn voor onze klanten.

### 3. Huidige markt ten opzichte van visie PGGM

Er is een aantal gebieden waar de huidige markt nog afwijkt van de toekomstvisie van PGGM:

#### Individuele beleggingswinst externe managers

Een van de gangbare methodes voor het creëren van alignment is door individuele beleggingswinst. PGGM kijkt al in detail naar de hoeveelheid (risicovol) belegd eigen vermogen die individuele portfolio managers inbrengen ('skin in the game') – op basis van persoonlijk vermogen, in het verleden behaalde winsten, etc. Er zijn echter nog steeds situaties waarin een investeringsteam met relatief weinig belegd eigen vermogen een zeer significante compensatie kan krijgen. Bijvoorbeeld bij een jong team dat nog geen eigen vermogen heeft opgebouwd. Dit is iets wat op individueel fondsniveau geëvalueerd moet worden en waar PGGM zeer alert op wil blijven.

Dit geldt ook voor managementteams in directe investeringen – ook hier is niet altijd voldoende 'skin-in-the-game'. PGGM wil zich ook hier richten op het verbeteren van de alignment met deze managers.

#### Management fees die significant hoger zijn dan kosten, niet-marktconforme remuneratie

We zien regelmatig dat externe managers niet marktconforme remuneratie hebben of dat het budget surplus van de externe managers relatief groot is – beiden zijn min of meer equivalent, omdat bijvoorbeeld vanwege de maatschap-structuur het overschot onder de maten wordt verdeeld. In beide gevallen wordt er eigenlijk een te hoge

management fee gerealiseerd. PGGM vindt dit onwenselijk en in het investeringsproces wordt dit al onderzocht, bijvoorbeeld door de remuneratiestructuur van de manager te vergelijken met de rest van de markt. Vanwege het gebrek aan transparantie is dit echter nog niet altijd volledig inzichtelijk.

#### Andere vormen van misalignment

Met name de grotere externe managers, die meerdere verschillende fondsproducten aanbieden, hebben vaker complexere remuneratiestructuren waar individuen niet alleen worden beloofd voor het succes van de fondsen waar ze zelf direct bij betrokken zijn, maar ook voor het succes van de andere fondsen in de organisatie. Dit zorgt voor misalignment en PGGM acht dit onwenselijk. PGGM vraagt aan haar externe managers dat de remuneratie van individuele portfoliomanagers voor de meerderheid gerelateerd is aan de prestatie van het fonds waar zij verantwoordelijk zijn en wij in beleggen.

#### Beperkte transparantie

Externe managers zijn vaak nog niet bereid om budget en gedetailleerde informatie over remuneratie te delen. PGGM zal in toenemende mate van haar externe managers vragen dat zij gedetailleerde transparantie geven en wil op de lange termijn deze vorm van intransparantie niet langer accepteren. Ook hier zullen bestaande marktpraktijken moeten worden veranderd.

### 4. Implementatie

PGGM denkt dat er significante verbetering in de markt moet plaatsvinden om de toekomstvisie rondom compensatie te realiseren. Wij geloven dat deze verandering kan worden bewerkstelligd door meer samen te werken met gelijkgestemde kapitaalverstrekkers en door alternatieven te ontwikkelen, bijvoorbeeld direct investeren, om zo uiteindelijk onze onderhandelingspositie op termijn te verbeteren.

PGGM accepteert dat het tijd zal kosten om gevestigde marktpraktijken te veranderen. Wij gaan gefaseerd te werk en zullen gaandeweg onze eisen aanscherpen. Wij willen dit doen door een duidelijk doel te stellen voor 2020. Vanaf dat jaar wil PGGM niet langer de bovenstaande praktijken (zie hoofdstuk 3) accepteren voor nieuwe beleggingen. Voor bestaande beleggingen wil PGGM – met inachtneming van bestaande contracten – zoveel als mogelijk bewegen naar de gewenste praktijken.

PGGM wil dit bereiken via de volgende acties:

#### Aanscherping PGGM Fee Protocol

PGGM heeft sinds 2013 een Fee Protocol. Dit is een intern document waarin PGGM heeft vastgelegd hoe wij omgaan met tarieven van financiële dienstverleners. In het Fee Protocol is per beleggingscategorie vastgelegd

wat PGGM maximaal aan hoogte van tarieven wil accepteren en wat er minimaal in term sheets dient te worden opgenomen. Het Fee Protocol wordt met *comply or explain* toegepast en teams binnen PGGM worden mede afgerekend op het juist toepassen ervan. Iedere twee jaar wordt het Fee Protocol geëvalueerd en geleidelijk aangepast naar de lange termijn visie zoals in deze *Uitvoeringsrichtlijn Compensatie Financiële Dienstverleners* is weergegeven.

### Samenwerking

PGGM wil in samenwerking met industrieorganen proberen om de markt te verbeteren. PGGM wil – binnen de wettelijke mogelijkheden – onderzoeken om direct met een aantal andere grote beleggers een blok te vormen dat af zou spreken om gezamenlijk bepaalde fee structuren niet langer te accepteren. Een grote groep met een relatief beperkte doelstelling zou zeer effectief kunnen zijn.

### Communicatie

Via conferenties, vakliteratuur en de bredere pers zal PGGM trachten haar visie over te brengen aan de markt. Dit zal in nauwe samenwerking moeten gebeuren met de relevante industrieorganisaties. Samenwerken en communicatie is met name relevant voor het verbeteren van marktpraktijken, maar kan ook de markt voorbereiden voor de introductie van strengere eisen op het gebied van transparantie.

### Aandacht voor transparantie in due diligence

In het boekenonderzoek (due diligence) rondom individuele beleggingen zal PGGM nog hogere eisen gaan stellen rondom transparantie van het compensatiebeleid. Dit zal ook een belangrijk aspect zijn voor de strategie rondom samenwerking en communicatie. In 2020 zal PGGM geen vermogen meer ter beschikking stellen ('commitments' geven) aan organisaties die geen gedetailleerde transparantie geven over remuneratiebeleid en budgeten.

### Voortzetten van het internalisatieproces

De weg die is ingezet ten aanzien van verdere internalisatie zal PGGM alternatieven geven voor het beleggen via externe managers en de onderhandelingspositie van PGGM verbeteren. Bovendien geeft internalisatie PGGM de mogelijkheid om de visie inzake compensatie zoals weergegeven in deze uitvoeringsrichtlijn intern directer en beter toe te passen.

### Vergroten van commitments aan individuele externe vermogensbeheerders

Grotere commitments aan individuele externe managers geven niet alleen lagere tarieven, maar vaak ook de mogelijkheid om meer invloed uit te oefenen op de manager. Deze voordelen dienen gebalanceerd te worden met de voordelen van diversificatie door met meerdere externe managers te werken met relatief kleinere commitments.

### Alignment van PGGM medewerkers

PGGM heeft een intern remuneratiebeleid dat passend is bij de beginselen van deze richtlijn. Zo zijn er maxima gesteld om buitensporige remuneratie te voorkomen. Ook wordt waar nodig gewerkt met clawbacks, worden niet-financiële aspecten meegenomen in de remuneratiestructuren, zijn deze gericht op de lange termijn en op de belangen van bredere stakeholders. Ten slotte wordt nadrukkelijk rekening gehouden met de impact op sociale en milieuvraagstukken.

#### *Belangrijke informatie*

*Dit document wordt u uitsluitend ter informatie aangeboden en vormt geen advies alsmede geen uitnodiging of aanbod tot het kopen of verkopen van effecten of andere financiële instrumenten. Derden kunnen geen rechten aan dit document ontleen. PGGM Vermogensbeheer B.V. en PGGM Strategic Advisory Services (PSAS) B.V. hebben alle redelijkerwijs mogelijke zorg besteed aan de betrouwbaarheid van dit materiaal, echter aanvaarden geen aansprakelijkheid voor druk- en zetfouten. PGGM Vermogensbeheer B.V. en PGGM Strategic Advisory Services (PSAS) B.V. behouden zich het recht voor dit document te wijzigen.*