

Beheren van pensioenvermogen

Praktische handvatten bij moeilijke keuzes aan de bestuurstafel

EDITIE 2018

COLOFON

Uitgave

Dit boek is tot stand gekomen uit een samenwerking tussen SPO en CFA Society VBA Netherlands.

De eerste editie van dit boek is mede mogelijk gemaakt door Guus Wouters, ter gelegenheid van zijn afscheid als directeur van Syntrus Achmea.

Jaar van uitgave

Eerste druk, september 2015

Tweede herziende druk, april 2018

Redactie

Alfred Slager

Fons Lute

Jan Overmeer

Jeroen Schreur

Met medewerking van

Marcel Andringa, Orpa Bisschop, Dick Boeijen, Jaap van Dam, Inge van den Doel, Bram van Els, Jean Frijns, Sacha van Hoogdalem, Jos Keijzers, Jac. Kragt, Bastiaan de Kreij, Geraldine Leegwater, Loranne van Lieshout, Fons Lute, Eric Mathijssen, Fred Nieuwland, Alwin Oerlemans, Bart Oldenkamp, Jan Overmeer, Jeroen van der Put, Alfred Slager, Eric Uijen, Margreet Verhoef, Stef Vermeulen, Anne Wensink, Cor Zeeman.

Copyright

Copyright © 2018 SPO/ CFA Society VBA Netherlands

Behoudens de door de Auteurswet 1912 gestelde uitzonderingen, mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd (waaronder begrepen het opslaan in een geautomatiseerd gegevensbestand) en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotokopie, microfilm of op welke andere wijze dan ook zonder schriftelijke toestemming van de rechthebbende(n) op het auteursrecht, c.q. SPO en CFA Society VBA Netherlands als uitgevers van deze uitgave, door de rechthebbende(n) gemachtigd namens haar (hen) op te treden.

Voor zover het maken van fotokopieën van deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16b Auteurswet 1912 jo. het Besluit van 20 juni 1974, Stb. 351, zoals gewijzigd bij Besluit van 23 augustus 1985, STB. 471 en artikel 17 Auteurswet 1912, dient men daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3051, 2130 KB Hoofddorp, tel 0900 2022829).

Bruggen slaan tussen beleid en praktijk is meer dan ooit nodig

Hoe richt ik als pensioenbestuurder de beleggingen in? Hoe stuur ik de beleggingen bij en houd ik het overzicht? Om welke afwegingen draait het echt, waar kan ik als bestuurder op bouwen en waar moet ik een uitruil in maken? Dit zijn vragen die de CFA Society VBA Netherlands en SPO in de dagelijkse praktijk tegenkomen. Om pensioenfondsbestuurders hierin te helpen hebben we toonaangevende denkers en spelers vanuit de beleggingswereld en de pensioensector gevraagd om vanuit een bestuurlijke optiek de lastige vragen te behandelen in dit boek, waarvan dit de tweede, herziene editie is. Dit is gebeurd op een praktische manier, gevoed door nieuwe wetenschappelijke inzichten waar nodig en soms met een tegendraadse mening die u helpt een eigen visie te vormen.

De aansturing van de beleggingen is in de afgelopen jaren complexer geworden; en zal nog verder veranderen. Pensioenfondsen zijn een belangrijke opdrachtgever voor de vermogensbeheerindustrie, die veel nieuwe (complexe) producten en diensten ontwikkelt. Een bestuurder moet handvatten hebben om wegwijs te worden in deze wereld en de juiste keuzes voor het fonds te kunnen maken. Daarnaast moet hij ook steeds meer rekening houden met de belanghebbenden van het fonds. Deelnemers – de belangrijkste stakeholder – willen een herkenbaar pensioenfonds dat aansluit bij hun risicovoorkeur. Non-profitorganisaties en de politiek stellen bestuurders voor uitdagingen vanwege de rol die pensioenfondsen (kunnen) spelen in maatschappelijke onderwerpen, zoals duurzaamheid of het investeren in eigen land. Een andere ontwikkeling is toezicht en regelgeving, waar de aansturing van een pensioenfonds steeds meer op gelijke voet wordt gesteld met een financiële instelling. Hierbij is veel aandacht voor de absorptie van schokken, omdat pensioenfondsen daar gaandeweg steeds minder mogelijkheden voor hebben.

Deze ontwikkelingen stellen eisen aan onder meer de deskundigheid van de bestuurder. Voor de kennis en inzichten die hij nodig heeft, staat hij er niet alleen voor. De pensioen- en beleggingssector kent een traditie van kennisdeling, onder meer door commissierapporten, onderzoeken binnen de Pensioenfederatie en de bundeling van goede praktijkvoorbeelden door de toezichthouder. Een belangrijke mijlpaal voor beleggingsbeleid en risicomanagement is de Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer (Commissie Frijns) geweest.¹ Deze commissie heeft onderzoek gedaan naar de wijze waarop het beleggingsbeleid, het risicobeheer, de uitvoering en governance van pensioenfondsen zich sinds 1990 heeft ontwikkeld in relatie tot de doelstelling en het risicodraagvlak van pensioenfondsen. Op basis van

1 Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer (2010), 'Pensioen: "Onzekere zekerheid". Een analyse van het beleggings- beleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen.'

dit onderzoek, waarbij vooral naar de structurele ontwikkelingen is gekeken, heeft de commissie in 2010 aanbevelingen geformuleerd, met name voor bestuurders van pensioenfondsen. In haar analyse stelt de commissie dat:

- de pensioenfondssector kwetsbaar is en dat die kwetsbaarheid toeneemt;
- er structureel te weinig aandacht is voor risicobeleid en uitvoering beleggingsbeleid;
- het reële kader leidend moet zijn;
- de specifieke karakteristieken van pensioenfondsen nog onvoldoende vertaald zijn in het beleggingsbeleid;
- maatschappelijk verantwoord handelen nog geen geïntegreerd onderdeel van risicobeleid en beleggingsbeleid is;
- het governancemodel verbetering behoeft.

Ook geeft de commissie aanbevelingen op het terrein van risicomanagement, beleggingsbeleid, uitvoering risicobeheer en beleggingsbeleid, en op het terrein van governance en organisatie. Nagenoeg alle besturen van pensioenfondsen stelden vervolgens de vraag: wat betekent dit voor ons? Ook koepelorganisaties, de toezichthouder en andere instituties kwamen met reacties op de oproep van de commissie om de aanbevelingen op te pakken en uit te werken naar ‘best practices’. We zijn nu acht jaar verder en de wereld heeft niet stilgestaan. De afgelopen jaren zijn hectisch verlopen voor pensioenfondsen. Een moeilijke discussie over een nieuw pensioenstelsel, dekkingsgraadproblemen, kortingen van pensioenen bij fondsen en instabiele financiële markten zorgden op alle fronten voor onduidelijkheid en onzekerheid. Kijken we naar reacties uit het veld op zoek naar verbeteringen in de aansturing van pensioenen, dan zien we de reactie van (toen nog) de drie pensioenkoepels, beroepsorganisaties als het CFA Society VBA Netherlands of AG, en de themaonderzoeken van de toezichthouder met de daaraan gekoppelde best practices.

Vele stappen zijn gezet, maar dit betekent nog niet dat het nadenken over en het effectief omgaan met bewezen methodes voor iedere bestuurder helder is. Ons is gebleken dat er nog vele onderwerpen zijn waar een nadere beschouwing gewenst is voor een goed en verantwoord besluit. Dit boek geeft daar een aanzet toe.

De opzet van dit boek

Wij hebben dit boek opgezet als een ‘denkboek’ voor bestuurders. Het is geen traditioneel leerboek in de zin dat er vragen worden beantwoord als welke beleggingscategorieën kennen we, wat is ALM, wat verstaan we onder fiduciair management et cetera. Daar zijn andere auteurs uitstekend in geslaagd. Dit is een boek dat de nieuwe wereld van pensioenfondsbestuurders beschrijft. Aan de hand

van dit boek weet een bestuurder wat hem te doen staat, niet wat hij allemaal moet weten. Het is een boek waarin we aan de hand van concrete cases willen laten zien hoe tegen bepaalde zaken kan worden aangekeken. Het pakt de problemen/uitdagingen op die ertoe doen voor een bestuurder. Het rapport van de Commissie Frijns is hierbij een handig handvat om de onderwerpen te rubriceren. We onderscheiden de volgende gezichtspunten, zoals we die kennen uit het rapport: (1) governance (2) risicomanagement (3) beleggingsbeleid (4) implementatie/uitvoering. Binnen deze classificatie, die als indeling voor de delen geldt, hebben we per gezichtspunt een aantal cases en problemen geformuleerd, waarvan we weten dat dit voor bestuurders 'zwaar op de maag liggende' problemen kunnen zijn. We kaarten kwesties aan over relevante onderwerpen voor een bestuurder op het gebied van beleggen. Dit zijn onderwerpen waarbij het moeilijk is om aan te geven wat een bestuurder ermee aan moet, de bijdragen bieden concrete handvatten. We hebben geprobeerd de handvatten tastbaar te maken door de hoofdstukken in een vast stramien te gieten. Iedere bijdrage begint met uitgangspunten, vervolgens wordt de context van het onderwerp geschetst, worden er debatten uit de praktijk uitgewerkt om te komen tot een aantal best practices om de kwestie aan te pakken. Aan het eind van ieder artikel staan suggesties om eventueel verder te lezen.

Het nut van dit boek voor bestuurders

De waarde van de achttien bijdragen in dit boek is dat ze verder gaan dan de aanbevelingen en eisen van de wet- en regelgeving, principes en rapporten waar pensioenfondsbestuurders mee te maken hebben, zonder prescriptief te worden. Zo proberen we een brug te slaan tussen praktijk en beleid. Denk bijvoorbeeld aan risicobereidheid: wet- en regelgeving stelt dat hier rekenschap van moet worden gegeven. Het domein van de bijdragen is echter te bespreken hoe dat moet, welke valkuilen te vermijden, de zin en onzin, of gewoonweg welke pragmatische aanpakken er mogelijk zijn.

Inhoud van het boek



Hoofdstukken 1 tot en met 4 behandelen governance. Het governance-model gaat over besturen van pensioenfondsen, over het 'in control' zijn van het bestuur. Er is sinds het verschijnen van het rapport Frijns veel veranderd en gerealiseerd op het gebied van governance. Zo is de wetgever gekomen met de 'Wet versterking bestuur pensioenfondsen' (Wvbp), die vanaf 1 juli 2014 van kracht is. De wet herzielt de wettelijke regels voor de governance en medezeggenschap voor pensioenfondsen. De wet komt onder meer met een aantal bestuursmodellen waarin een ruimere plaats is gereserveerd voor externe deskundigheid. Ook worden andere eisen gesteld aan bestuurders en toezichthouders met betrekking tot hun geschiktheid en betrouwbaarheid. Deze geschiktheid en betrouwbaarheid worden getoetst door DNB en AFM als toezichthouders. Geschiktheid omvat hierbij meer dan alleen deskundigheid. Het omvat kennis, vaardigheden en professioneel gedrag. Betrouwbaarheid en integriteit zijn natuurlijk de begrippen waar het echt om draait. Als dit niet de ankers zijn van gedrag, dan is alle regelgeving en governance zinloos. Dit eerste deel van het boek bevat een viertal hoofdstukken die gerelateerd zijn aan goed pensioenfondsbestuur.

Cor Zeeman richt zich in hoofdstuk 1 op het doel van het beleggingsbeleid. 'Investment beliefs' en 'policy guidelines' vormen de basis van waaruit het beleggingsbeleid door het bestuur wordt vormgegeven. In een kader richt Zeeman zich op de vraag hoe men uitgaand van de ambitie van het pensioenfonds moet omgaan met het probleem van de lage rente.

In hoofdstuk 2 richt Geraldine Leegwater zich op de vraag: 'Welke onderwerpen wil ik op de bestuursagenda zetten en wat wil ik daarmee bereiken?' Het gaat hierbij om het vinden van een juiste balans tussen het wettelijk kader, de gekozen governance en het vastgestelde beleggingsproces. Aan de hand van een praktijkvoorbeeld toont ze aan dat bij een goed gestructureerde bestuurlijke aanpak, de bestuurder in de driver's seat zit en dat het georganiseerd hebben van zo'n aanpak belangrijker is dan diepgaande kennis op het gebied van het vakgebied beleggingen.

Inge van den Doel behandelt in hoofdstuk 3 de vraag: 'Hoe organiseer ik als bestuurder countervailing power en hoe weet ik dat ik dit goed heb georganiseerd?' Countervailing power is iets wat volgens haar selectief moet worden ingezet. Een bestuur heeft maar een beperkt urenbudget beschikbaar en ook hier geldt: weet

waar u uw tijd inzet. Voorkomen van vraagstukken, waarvoor countervailing power gewenst is, is vaak beter dan het genezen ervan. Onderwerpen die aan de orde komen zijn: ‘hoe doet men dat dan bij PMT?’ en ‘hoe is de samenwerking tussen het pensioenfonds en haar uitvoerder MN georganiseerd?’

Jac. Kragt sluit in hoofdstuk 4 het eerste deel af met de vraag ‘hoe gedetailleerd moet ik als bestuurder het beleid vormgeven en kennis hebben van de details van de implementatie?’ Het gaat hier om de feitelijke kennis die redelijkerwijs nodig is om een pensioenfonds naar behoren te besturen. Eisen aan de kennis waarover bestuurders van pensioenfondsen moeten beschikken zijn vastgelegd in de ‘Beleidsregel geschiktheid 2012’ aan de hand van een zevental kennisgebieden. De Pensioenfederatie heeft daar in haar ‘Handreiking geschikt Pensioenfondsbestuur’ nadere invulling aan gegeven, maar meer in de breedte van onderwerpen, dan in diepgang en feitenkennis, stelt Kragt. Aan de hand van een aantal voorbeeldvragen op een viertal van die kennisgebieden gaat Kragt in op welke kennis men mag verwachten bij een bestuurder vanuit de eis van integere en beheerste bedrijfsvoering en het prudent-personprincipe. Deze voorbeelden richten zich zowel op kennis hebben bij het vormgeven van beleid als op de implementatie ervan.



Hoofdstukken 5 tot en met 8 gaan in op het balansrisicomanagementbeleid. Als er ergens zichtbaar verandering is opgetreden, is het op het gebied van risicomanagement. Risicobewustzijn in een pensioenfonds is niet altijd eenvoudig te vertalen in een risicomanagementbeleid of cultuur waardoor dit beleid ook concreet kan worden uitgevoerd. Eén van de zeven aandachtspunten in het rapport Frijns is dat ‘besturen een strategisch risicokader [dienen] vast te stellen waarin een voor het fonds en de deelnemers geëigende balans wordt vastgelegd tussen rendement en risico. De risicobereidheid en het risicodraagvlak van de deelnemers van het fonds dienen te worden vastgesteld en zijn uitgangspunt voor het na te streven beleggingsbeleid. Voorkomen moet worden dat het beleggingsbeleid de facto vooral rendementsgedreven is.’

Dit past in een bredere ontwikkeling binnen (Europees) toezicht: het aansturen van een pensioenfonds als een financiële organisatie, vanuit de balans. Dit is logisch, en onvermijdelijk gezien de grote financiële belangen die ermee gemoeid gaan. Centraal staat de risicotransformatie die pensioenfondsen uitvoeren: van ingelegde pensioenpremies naar risicovolle beleggingen, en vervolgens weer terug

naar pensioenuitbetalingen. Risicomanagement bewaakt of het fonds beloond wordt voor de aangegane risico's, maar ook of de risico's die niet beloond worden, maar die wel het gevolg zijn van de risicotransformatie, gemitigeerd, vermeden of gewoonweg geaccepteerd moeten worden.

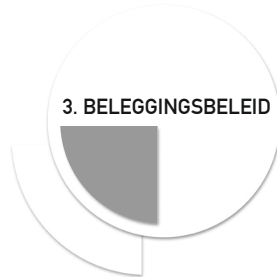
Risicomanagement, risicobewustzijn, de relatie met sturing en de (on)mogelijkheden zijn echter vraagstukken die in volle ontwikkeling zijn. De auteurs laten dat overtuigend zien in de vier hoofdstukken in dit deel. Ze laten duidelijk zien wat de theoretische kaders die ontwikkeld zijn in de dagelijkse praktijk betekenen voor bestuurders. Ook beargumenteren ze, ieder op hun eigen manier, dat goed risicomanagementbeleid 'schuurt'; er zijn permanent afwegingen te maken tussen rendement, risico, uitruil met andere risico's, percepties van stakeholders, en de keuze om als bestuur zelfinzicht over risicogedrag een plek te geven. Dit gebeurt door het te bespreken, een rol te geven in het besluitvormingsproces of duidelijke palen te slaan in het beleid door middel van het expliciteren van beliefs of risicobereidheid.

In hoofdstuk 5 werken Loranne van Lieshout, Eric Mathijssen en Sacha van Hoogdalem dit vraagstuk uit. Ze stellen de vraag of pensioenfondsen nu ook daadwerkelijk minder rendement gedreven zijn, en of de ontwikkelingen hebben geleid tot een betere vaststelling van de risicohouding. Duidelijk is volgens hen dat goed risicomanagement pas mogelijk is als de belangrijkste beliefs van het pensioenfonds bekend zijn, de taken en verantwoordelijkheden van verschillende partijen helder zijn en er een open en proactieve cultuur in de organisatie is.

In hoofdstuk 6 gaan Jos Keijzers en Orpa Bisschop dieper in op de sturing, en geven invulling aan de term 'integraal risicomanagement'. Integraal risicomanagement biedt het bestuur de mogelijkheid om te bewaken of de strategische doelstellingen van het fonds worden gerealiseerd. Het geeft aan wanneer het fonds zich beweegt naar een positie waar het absoluut niet wil komen. Zij beargumenteren net als Loranne van Lieshout et al. dat risico's volledig uitbannen onmogelijk is, en vanuit het perspectief van de te behalen doelstellingen van het fonds zelfs onwenselijk. Risicomanagement is dan ook geen minimaliseringvraagstuk, maar een optimaliseringvraagstuk: wat is de beste verhouding tussen kosten en opbrengsten van risicobeperking? Zij werken dit uit aan de hand van een aantal tastbare voorbeelden.

Een belangrijk stuk gereedschap bij de beleidsvorming en inrichting van risicomanagement is Asset Liability Management (ALM). In hoofdstuk 7 reflecteren Dick Boeijen en Stef Vermeulen op het gebruik hiervan. ALM en zijn modellen hebben ons niet geholpen de financiële crisis te voorspellen. Ze hebben achteraf gezien ook niet het optimale beleggingsbeleid opgeleverd. De ALM-modellen hoeven echter niet de prullenbak in. De auteurs betogen dat gereedschap uiteraard wel op de juiste wijze gehanteerd moet worden binnen de verschillende stappen van het ALM-proces, en werken dit concreet uit in drie stappen die voor ieder pensioenfonds de kern van ALM vormen, ongeacht de aard van de pensioenregeling en ongeacht de geformuleerde ambitie en risicohouding.

Beleidsvorming is en blijft mensenwerk en vraagt om een combinatie van goede modellen én gezond verstand. Jeroen van der Put werkt in hoofdstuk 8 de grenzen van beleid op basis van modellen uit. Crises komen vaker voor dan de modellen voorspellen. Hoe gaat een bestuurder om met deze zogenoemde staartrisiko's? Moet en kan een bestuurder een beleid inrichten om staartrisiko's te kunnen opvangen en zo ja, hoe dan? Is dat het compleet maken van contracten, het neerzetten van een ondergrens? Wat zouden externe stakeholders (deelnemers, pers, politiek) verwachten? Hiermee sluit de bijdrage van Jeroen van der Put af met een uitwerking van de vraag die Loranne van Lieshout, Eric Mathijssen en Sacha van Hoogdalem aan het begin van deze vier hoofdstukken stellen: goed risicomanagement is pas mogelijk als de belangrijkste beliefs of uitgangspunten van het bestuur duidelijk zijn, met vooral een pragmatische insteek in de toepassing van het balans- en risicomanagementbeleid: 'Better broadly right than precisely wrong.'



Hoofdstukken 9 tot en met 14 gaan in op het beleggingsbeleid. Beleggen is en blijft een lastig onderwerp voor bestuurders. Verschillende opvattingen zullen aan de bestuurstafel moeten worden afgewogen. Er zullen keuzes gemaakt moeten worden, wat niet makkelijk is doordat er naast persoonlijke opvattingen op beleggingsgebied ook (misschien wel te veel) onderzoeksmateriaal beschikbaar is, zowel vanuit de academische omgeving als vanuit de praktijk. Het is belangrijk dat dit materiaal op de een of andere manier wordt gebruikt, maar hoe? In deze hoofdstukken worden beleggingsinhoudelijke onderwerpen uitgelicht die veel bestuurders aan de bestuurstafel of in de beleggingscommissie moeten vormgeven:

- De afweging over focus op de lange of de korte termijn
- Hoe in het beleggingsbeleid om te gaan met visies, trends en betekenisvolle gebeurtenissen
- Het beheersen van kosten van vermogensbeheer
- Het al dan niet incorporeren van maatschappelijke prikkels die de bestuurstafel bereiken
- Of alternatieve beleggingen toegevoegde waarde bieden
- Het onvermijdelijke debat over actief dan wel passief beheer

Jaap van Dam gaat in hoofdstuk 9 in op het vraagstuk van de beleggingshorizon. Hij ziet het pensioenfonds als langetermijnbelegger met een bijbehorende horizon. Hij ervaart ook de onvermijdelijkheid van krachten die leiden tot het sturen op de korte termijn. Het hoofdstuk gaat in op de dilemma's die dit met zich meebrengt.

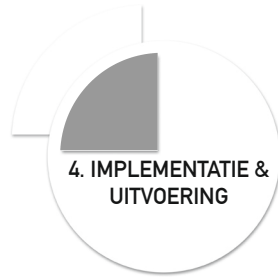
Margreet Verhoef en Jan Overmeer behandelen in hoofdstuk 10 het omgaan met dynamiek in de besluitvorming. Een goede afweging op dit moment kan over vijf jaar minder goed zijn als gevolg van veranderingen in inzichten en omgevingsfactoren. Het bestuur moet hiermee kunnen omgaan, gedragsvalkuilen bij besluitvorming herkennen en moet in staat zijn nieuwe ontwikkelingen te duiden en deze te vertalen naar beleid, bijvoorbeeld door middel van scenario's.

Kosten van vermogensbeheer is een onderwerp waarnaar veel aandacht uitgaat. Eric Uijen en Anne Wensink laten in hoofdstuk 11 licht schijnen op kosten van vermogensbeheer die op verschillende niveaus binnen het beleggingsproces een rol spelen. Zij vinden dat het kostenniveau beïnvloedbaar is door keuzes te maken over de mate van complexiteit en door assertief te zijn bij de inkoop van vermogensbeheerproducten.

In hoofdstuk 12 behandelen Marcel Andringa en Bram van Els de thematiek rondom diversiteit in voorkeuren van deelnemers en maatschappelijk verantwoord beleggen. Beleggingsbeleid moet ook inspelen op dynamiek in zulke omgevingsfactoren, die belangrijk kunnen zijn voor de klanttevredenheid onder de deelnemers en voor de kwaliteit van de behaalde beleggingsopbrengsten.

Fons Lute behandelt alternatieve beleggingen in hoofdstuk 13. Dit is bij uitstek een groep beleggingen die een bestuur tot lastige keuzes kan dwingen. Doordat het 'alternatief' is zijn de inzichten over de voor- en nadelen van zulke beleggingen allerm minst evident. De auteur laat zien dat het onderscheid tussen traditionele en alternatieve beleggingen minder 'zwart-wit' is dan veelal wordt gesuggereerd.

Alfred Slager sluit deze sectie af met hoofdstuk 14, waarin hij het debat over actief versus passief vermogensbeheer belicht. Hij bespreekt hoe actief beheer ontstaan is, wat de moeilijke keuzes voor bestuurders zijn en of ze hier wel of niet gesterkt worden door wetenschappelijk bewijs. Hij roept bestuurders op het debat over dit onderwerp vanaf enige afstand te bezien en tegelijkertijd goede opdrachtgevers te zijn als bewust voor actief beheer wordt gekozen.



De laatste vier hoofdstukken in dit boek, 15 tot en met 18, gaan in op onderdelen van de implementatie en de uitvoering van het beleggingsbeleid. Pensioenfondsen besteden veel aandacht aan implementatie en uitvoering. Besturen hebben risicomanagement- en vermogensbeheerprofielen opgesteld en deskundigen benoemd. Processen en procedures zijn beoordeeld en aangescherpt om beter ‘in control’ te zijn. Rapportages zijn verbeterd en vele malen gedetailleerder dan voorheen. De toezichthouder heeft onderzoeken verricht en aan de hand van de bevindingen zijn verbeteringen doorgevoerd. Pensioenfondsen worden kritisch beoordeeld door alle stakeholders die maatregelen afdwingen om transparanter en effectiever te opereren, zoals kostentransparantie en effectieve kostenbeheersingsmaatregelen.

De rol van het bestuur blijft echter besturen en beheersen: wat is een effectieve balans in een bestuur tussen aandacht voor beleid en aandacht voor implementatie ervan? Het bestuur dient de relatie met de uitvoerder dusdanig vorm te geven dat het duidelijke strategische richting geeft en beleidskaders bepaalt waarbinnen de uitvoerder maximale kennis en kunde kan organiseren en behouden om echte waarde toe te voegen voor de deelnemers. Hierbij heeft het bestuur voldoende ‘countervailing power’ richting de uitvoerder, waardoor een onafhankelijke oordeelsvorming en controle gewaarborgd zijn.

Enige afstand tot de uitvoerder en een gecontroleerd vertrouwen zijn noodzakelijk om de uitvoerder in staat te stellen een professionele organisatie in stand te houden en verantwoordelijkheid te nemen voor de uit te voeren taken. Als iedere beslissing en iedere handeling van de uitvoerder op ieder moment ter discussie kan worden gesteld door het bestuur, wordt de keten van zeggenschap op een ineffectieve wijze doorbroken. Daardoor gaat het bestuur zijn middelen en tijd besteden aan zaken van minder belang in vergelijking met de strategische kwesties waar het bestuur daadwerkelijk over moet gaan. De kwaliteit van de uitvoerder zal daardoor afnemen met als gevolg een organisatie die niet de noodzakelijke cultuur heeft om succesvol te opereren. Bij een goede inrichting van dit proces komen daarentegen besturing en beheersing op een hoger niveau en wordt synergie gerealiseerd in de relatie tussen het pensioenfonds en de uitvoerder.

Een randvoorwaarde om bovenstaande te realiseren, is dat het pensioenfonds zich ook gedraagt als een kritische klant en opdrachtgever. Dat betekent dat de strategische besluitvorming op het niveau van het bestuur plaatsvindt, dat de mandaten helder zijn, zowel qua reikwijdte als beperkingen, dat er duidelijke afspraken zijn over escalatie, incidenten en crises en dat in algemene zin de spelregels over en weer duidelijk zijn. Vanzelfsprekend dient er een goede (risico)monitoring en evaluatie te zijn, waarbij ook gebruik wordt gemaakt van externe expertise. In dit deel wordt ingegaan op een aantal vragen die bij bestuurders (kunnen) leven op het moment dat het mandaat is overgedragen aan de uitvoeringsorganisatie, zoals:

- Hoe krijg ik als bestuurder comfort dat het mandaat volgens afspraak met de uitvoerder daadwerkelijk wordt uitgevoerd?
- Is het voor de uitvoerder helder waar de grenzen liggen van het mandaat?
- Waar moet ik op letten om grip te houden?
- Wat doen we als bestuur met een vermogensbeheerder als hij zich aan de richtlijnen houdt en transparant is, maar de resultaten vallen tegen?
- Welke criteria gebruiken we op basis waarvan besloten wordt afscheid te nemen van de uitvoerder?
- Hoe kom ik daar als bestuurder achter? Kan ik dat op basis van de bestaande rapportages beoordelen of heb ik meer informatie nodig?

Fred Nieuwland pleit in hoofdstuk 15 om het comfort in een heel vroeg stadium te zoeken, in het begin van het selectieproces voor een uitvoerder. In zijn bijdrage wordt ook stilgestaan bij verschillen tussen de Nederlandse en de Angelsaksische bedrijfscultuur.

Bastiaan de Kreij gaat hierop door in hoofdstuk 16, waar hij pleit voor een goed evaluatieproces, omdat de verwachtingen na de selectie van de uitvoerder niet altijd kunnen worden waargemaakt. Voorkomen moet worden dat een goede uitvoerder met toevallig een slechte performance wordt ontslagen. Dit is dan ook een belangrijk doel van het evaluatieproces.

Alwin Oerlemans beschrijft in hoofdstuk 17 een aantal best practices die gehanteerd moeten worden, omdat diverse vragen in de praktijk van risico- en beleggingsbeleid niet direct een eensluidend antwoord hebben. Hij pleit voor transparantie over het afwegingskader bij verschillende dilemma's. Dit draagt bij aan het vertrouwen.

Bart Oldenkamp pleit in hoofdstuk 18 voor een herziening van het gebruik van benchmarks, een belangrijke graadmeter voor de resultaten van de uitvoerder. In dit hoofdstuk komen daarom alternatieve benchmarkmethoden aan de orde die beter aansluiten bij de wensen van pensioenbeleggers en bovendien efficiënt zijn uit kosten- en rendementsoverwegingen.

De onderstaande tabel geeft de belangrijkste bijdragen van de auteurs weer. Aangegeven is welke hoofdstukken het betreft, zodat de lezer snel de voor hem relevante onderdelen kan lezen.

	Beleid	Uitvoering	Organisatie
Risicomanagement	H5, H6, H11	H5, H17	H5, H6
Beleggingsbeleid	H1, H3, H9, H10, H14	H13, H17	H2
Uitvoering risicobeheer en beleggingsbeleid	H2, H6, H7, H8	H8, H11, H14, H15	H15, H16, H17
Governance en organisatie	H2, H3, H9, H10	H3, H4	H2, H12, H18

INHOUD

Deel 1 Governance.....	17
1: Met welk doel ben ik als bestuurder aan het beleggen? <i>Cor Zeeman</i>	19
2: Welke onderwerpen wil ik op de bestuursagenda zetten en wat wil ik bereiken? <i>Geraldine Leegwater</i>	33
3: Hoe organiseer ik als bestuurder countervailing power en hoe weet ik dat ik dit goed heb georganiseerd? <i>Inge van den Doel</i>	47
4: Hoe gedetailleerd moet ik als bestuurder het beleid vormgeven en kennis hebben van de details van de implementatie? <i>Jac. Kragt</i>	59
Deel 2 Balansrisicomanagement.....	73
5: Kan je als bestuurder echt sturen op risico? <i>Loranne van Lieshout, Sacha van Hoogdalem & Eric Mathijssen</i>	75
6: Integraal risicomanagement: risico's afwegen in de besluitvorming <i>Jos Keijzers & Orpa Bisschop</i>	87
7: Waarop baseer ik als bestuurder beleid? <i>Dick Boeijen & Stef Vermeulen</i>	101
8: Kunnen bestuurders zwarte zwanen bedwingen? <i>Jeroen van der Put</i>	113
Deel 3 Beleggingsbeleid.....	125
9: Hoe ga ik als bestuurder om met de spagaat tussen beleggen op basis van langetermijnverplichtingen met een kortetermijnfocus? <i>Jaap van Dam</i>	127
10: Hoe moet ik als bestuurder omgaan met visie en trends bij het vaststellen van het beleggingsbeleid? <i>Margreet Verhoef & Jan Overmeer</i>	139
11: Hoe beheers ik als bestuurder de kosten van het vermogensbeheer? <i>Eric Uijen & Anne Wensink</i>	151
12: Iedereen praat mee: hoe ga je om met signalen en wensen uit de samenleving en de achterban? <i>Marcel Andringa & Bram van Els</i>	165
13: Welke toegevoegde waarde hebben alternatieve beleggingen? <i>Fons Lute</i>	179
14: Hoe wapen ik me als bestuurder tegen het hardnekkige actief-passief debat? <i>Alfred Slager</i>	193
Deel 4 Implementatie & uitvoering.....	205
15: Hoe krijg je als bestuurder comfort dat het mandaat volgens afspraak met de uitvoerder daadwerkelijk wordt uitgevoerd? <i>Fred Nieuwland</i>	207
16: Welke criteria hanteer ik als bestuurder voor de evaluatie van de uitvoerder en/of externe manager en op basis waarvan besluit ik afscheid te nemen? <i>Bastiaan de Kreij</i>	219
17: Hoe organiseer je goede besluitvorming? <i>Alwin Oerlemans</i>	231
18: Past uw benchmark? <i>Bart Oldenkamp</i>	245
Afkortingenlijst	256



1. GOVERNANCE

Jan Overmeer

Drs. Jan Overmeer is gepensioneerd. Hij is voormalig lid van de directie van AEGON Nederland, waar hij onder meer verantwoordelijk was voor assetmanagement. De afgelopen jaren was Jan lid van diverse beleggings(advies)commissies. Hij is nu nog actief als lid van de RvT van het APF STAP.

1. GOVERNANCE



HOOFDSTUK 1

**Met welk doel ben ik
als bestuurder aan
het beleggen?**

Met welk doel ben ik als bestuurder aan het beleggen?

Cor Zeeman

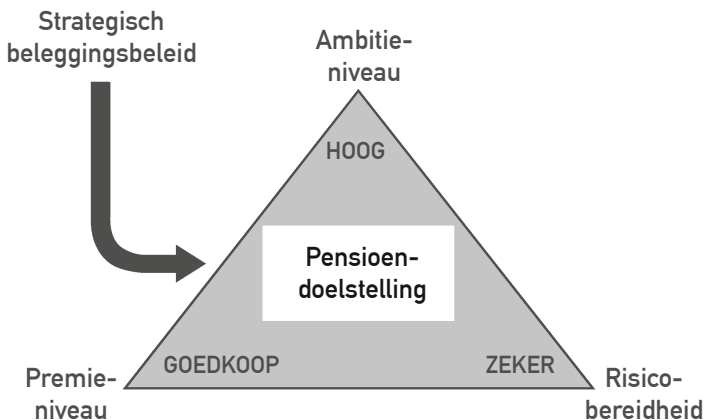
1. Uitgangspunten voor beleggen met een doel

- Beleggen is voor het bestuur een middel om de doelstelling (missie, visie) van het pensioenfonds mogelijk te maken. Met andere woorden, het beleggen behoort in dienst te staan van het realiseren van het doel dat het bestuur zich heeft gesteld. Daarvoor is het noodzakelijk dat de hoofddoelen van het fonds duidelijk geformuleerd en realistisch zijn. Tevens is het goed deze te communiceren aan de achterban.
- Het doel van het beleggingsbeleid is de aan het pensioenfonds toevertrouwde middelen zodanig te beheren, dat bij een solide beleggingsbeheer met de beleggingsopbrengsten en (eventuele) premiestortingen kan worden voldaan aan de lopende en toekomstige pensioenverplichtingen conform de toezegging. Er wordt gestreefd naar een optimaal rendement onder de voorwaarde van een acceptabel risico, waarbij wordt gewaarborgd dat is voldaan aan de wettelijke vereisten.
- De financiële uitgangssituatie op een bepaald moment heeft grote invloed (gehad) op de realisatie van de in het verleden gecommuniceerde ambities. Veelal diende het beleggingsbeleid te worden aangepast aan de gewijzigde financiële omstandigheden door kortetermijnrisico's af te bouwen. Hierdoor wordt de langetermijnambitie echter aangetast en dient de doelstelling wellicht te worden bijgesteld.
- Het bestuur belegt pensioengelden om geld te verdienen voor de deelnemers en gepensioneerden van het pensioenfonds. Beleggen gaat gepaard met risico's, maar dat levert naar verwachting meer rendement op dan geld op een spaarrekening. Deelnemers kunnen zo nu en op termijn een goed pensioen krijgen en de pensioenpremies blijven betaalbaar. Als dat om wat voor reden dan ook een keer niet lukt, moet daar transparant over gecommuniceerd worden naar de deelnemers. Doordat er risico's verbonden zijn aan beleggen wordt er veel aandacht besteed aan risicobeheersing.

2. Context

2.1 Doel van een pensioenfonds

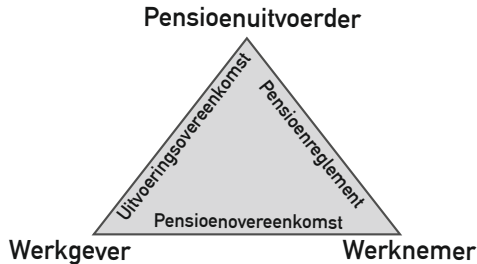
Het doel van het pensioenfonds dient te zijn vastgelegd in een missie-, visie- en strategiedocument van het pensioenfonds. In 2017 heeft DNB de besturen van pensioenfondsen gevraagd om weloverwogen na te denken over risico's en kansen, om goed voorbereid te zijn op de toekomst en dit vast te leggen en te delen met de deelnemers. Het vastleggen van de missie (kernwaarden en identiteit van het fonds) en visie (waar staat uw fonds over vijf jaar) en de strategie om dat te bereiken is op zich niet nieuw, maar wordt door deze vastlegging wel veel explicieter gemaakt. Het pensioenfonds heeft tot doel (missie en visie) de pensioenregelingen te waarborgen die door de sociale partners zijn overeengekomen ten behoeve van de (gewezen) deelnemers, pensioengerechtigden en hun eventuele partners. In het pensioencontract wordt vastgelegd wat de ambitie is (welk niveau van pensioenen wordt nagestreefd), de kosten van de premie (voor de inkoop van pensioenen) en het risico dat de verschillende partijen (onderneming en deelnemers) willen en kunnen dragen. De drie bovengenoemde elementen dienen een samenhangend geheel te vormen. Als dit het geval is, kan het pensioenfonds de opdracht van de sociale partners aanvaarden en de pensioenuitvoering ter hand nemen. Om de pensioenambitie te financieren worden de ingelegde gelden belegd, waarbij gestreefd wordt naar een rendement dat (op lange termijn) aansluit bij de ambitie, rekening houdend met de risicobereidheid. Ook de hoogte van de premie dient aan te sluiten bij deze afgesproken ambitie.



Figuur 1. Pensioen-doelstelling

2.2 Besluitvorming en vastlegging

Het doel van het pensioenfonds is een afgeleide van de afspraken die zijn gemaakt tussen de sociale partners, dit zijn werkgevers en werknemers, de ondernemingsraad en vakbonden. De afspraken tussen de sociale partners worden vastgelegd in formele documenten tussen deze partijen en het pensioenfonds.



Figuur 2. Pensioendriehoek

Het pensioenfonds werkt dit verder uit om invulling te geven aan de gestelde doelen. Eén van de zaken die onderzocht moet worden is de risicobereidheid van de deelnemers. Om te komen tot de vaststelling van het doel van het beleggen, met definiëring van het ambitieniveau, de hoogte van de premie en de risicobereidheid, is het van belang dat er een duidelijk besluitvormingsproces is binnen het bestuur en dat de afspraken eenduidig worden vastgelegd. Dit om ook achteraf te kunnen verantwoorden met welke redenen bepaalde keuzes zijn gemaakt. Het bestuur wordt hierbij ondersteund door een actuaaris/beleggingsadviseur die de consistentie controleert van de drie elementen. Op het moment dat het doel vastligt en gekwantificeerd is, kan er ondersteund door een ALM-studie een strategisch beleggingsplan worden gemaakt, rekening houdend met de beleggingsovertuigingen en verwachte rendementen en risico's per categorie. Tevens dient er rekening te worden gehouden met de disconteringsvoet van de verplichtingen, daar de samenhang tussen de verplichtingen en de groei van het vermogen essentieel zijn voor de dekkingsgraad van het pensioenfonds. De strategische keuze voor het maximaal te lopen risico en de uitvoeringsvorm van het beleggingsbeleid is de verantwoordelijkheid van het bestuur, de verdere invulling en detaillering van het beleid kan eventueel worden gedelegeerd aan een beleggingscommissie of externe vermogensbeheerders. Met behulp van duidelijk omschreven mandaten en rapportage daarover kan de uitvoering worden gedaan, zodanig dat het bestuur nog wel 'in control' is voor wat betreft de beleggingen. Het bestuur doet er goed aan het doel inclusief uitgangspunten en het strategische beleggingsplan zo tijdig en transparant mogelijk te communiceren naar de achterban. Daarnaast wordt er jaarlijks een haalbaarheidstoets uitgevoerd, dat is door DNB verplicht gesteld. De haalbaarheidstoets geeft inzicht in de samenhang tussen de financiële opzet, het verwachte pensioenresultaat en de risico's die daarbij gelden op de langere termijn (zestig jaar).

2.3 Beleggingsovertuigingen

De beleggingsovertuigingen zijn de basis waarop het bestuur zijn beleggingsbeleid vormgeeft. Ze geven richting aan de keuzes die gemaakt moeten worden ten aanzien van rendement en risico. Hieronder worden een aantal gangbare overtuigingen weergegeven. Elk bestuur dient na te gaan waar het wel of niet in geloof, liefst onderbouwd met onderzoek, en dat gebruiken voor de definiëring van het beleggingsbeleid. Belangrijke elementen kunnen zijn:

- Beleggingsrisico wordt beloond. Omdat voor lange termijn wordt belegd kan dat in risicovolle beleggingen worden gedaan, omdat daar over een bepaalde termijn een verwacht hoger rendement tegenover staat. Per beleggingscategorie worden rendement- en risico-inschattingen gemaakt.
- Diversificatie verlaagt het risico. Het is daarom raadzaam om beleggingen te spreiden over meerdere categorieën, landen of sectoren.
- Lange beleggingshorizon, waardoor men niet gedwongen wordt om bij korte termijn marktbevingen (dalingen) te verkopen.
- Financiële markten zijn niet altijd efficiënt, vermogensbeheerders die het pensioengeld beheren kunnen daar gebruik van maken en extra rendement genereren.
- Kostenbewust beleggen levert voordeel op.
- Een economische visie (gebaseerd op macro-economische trends) kan invloed hebben op aannames voor rendement en risico en dus op de samenstelling van de portefeuille.
- Maatschappelijk verantwoord beleggen hoeft geen rendement te kosten, of kan zelfs rendement opleveren.

Naast beleggingsovertuigingen kan men (organisatorische/bestuurlijke) overtuigingen laten meewegen die indirect effect kunnen hebben op het resultaat:

- Automatisch periodiek herbalanceren naar de strategische mix voorkomt door gedrag beïnvloede keuzes.
- Geen complexere beleggingsportefeuille construeren dan het bestuur kan beheersen (enkel beleggen in zaken die men begrijpt) vermindert onverwachte risico's.

De specifieke voor het fonds gemaakte keuzes dienen door het bestuur vastgelegd te worden in een document betreffende beleggingsbeginselen. Deze dienen te worden gecommuniceerd met de deelnemers.

2.4 Verandering van financiële omstandigheden

Pensioenfondsen hebben de laatste jaren moeite gehad om hun doelstelling waar te maken. Door de bankencrisis, de schulden crisis en de snel oplopende levensverwachting, konden pensioenen vaak niet worden geïndexeerd. Het is de

vraag of de drie elementen (ambitie, premie en risicobereidheid) door de gewijzigde financiële situatie nog wel een samenhangend geheel zijn. De premiestroom van veel Nederlandse pensioenfondsen is bijna verwaarloosbaar ten opzichte van het totaal aan pensioenverplichtingen. De effectiviteit van het premie-instrument in het fondsbeleid is voor veel fondsen dus bot. In geval van CDC-regelingen is het aanpassen van de premie tussentijds vaak niet mogelijk. Door de lagere rente dan bij aanvang van de afspraak is de premiedekkingsgraad (premieniveau ten opzichte van benodigde premie voor inkoop van de pensioenopbouw) veelal erg laag. Aangezien aanpassing van de premie bovendien vaak niet wenselijk of mogelijk is (of slechts een uiterst gering effect heeft), zal het bestuur kenbaar moeten maken of ze indien nodig het langetermijnambitieniveau van de toezegging verlaagt (of verlaagd heeft) bij een gelijkblijvende kortetermijnrisicohouding, dan wel bij een gelijkblijvend ambitieniveau een grotere kans op afstempeling op korte termijn indien nodig acceptabel vindt (door toename van het beleggingsrisico). Dit laatste dient wel te passen binnen de regels van het FTK. Het doel van het beleggen (waarborgen van de pensioenverplichtingen) blijft dus onveranderd, maar het ambitieniveau dan wel de risicohouding die hoort bij de huidige financiële situatie, zal wellicht moeten worden bijgesteld. De keuze zoals hierboven geschetst geeft inzicht in of het bestuur de langetermijnambitie prefereert boven het niet willen lopen van de kortetermijnrisico's of andersom. Het bestuur zal hier vooraf duidelijk over moeten communiceren en er achteraf verantwoording over moeten afleggen. De deelnemers hebben recht op een transparante uitleg van welk pensioen ze nu en in de toekomst mogen verwachten (consistentie in communicatie en uitvoering). Een duidelijke communicatie over een lager ambitieniveau zoals dat het geval was in 2016 (inclusief uitleg waardoor dit komt) is van belang om de doelstelling (van die lagere ambitie) te kunnen waarmaken. Het jaar 2017 gaf alweer een wat positiever beeld (gereflecteerd in de dekkingsgraad) door de enigszins oplopende rente vanuit het dieptepunt medio 2016. Communicatie die zich richt op 'beloof minder en presteer meer' werkt beter dan andersom. Enkel op deze manier kan het vertrouwen in het pensioenfonds worden teruggewonnen.

2.5 Verandering van de pensioenregeling

Door de wijzigingen van het wettelijk kader voor de fiscaal gefaciliteerde pensioenopbouw en het verdere oplopen van de pensioeningangsdatum (vanaf 2018 een pensioenrichtleeftijd van 68 jaar) treden er wijzigingen op in de uit te voeren pensioenregelingen. Indien de pensioenpremie gelijk blijft en de fiscale ruimte voor pensioenopbouw afneemt, dan zal de premiedekkingsgraad weer wat verbeteren. Afhankelijk van het te ontvangen premiebedrag ten opzichte van het vermogen, kan dit effect hebben op de beleggingsrisico's die gelopen mogen worden. Als het premiedeel gering is zal het niet leiden tot wijzigingen in de doelstelling.

2.6 Opzegging van sponsor

De doelstelling van de onderneming betreffende de pensioentoezegging kan in de loop van de tijd veranderen. De dynamische ontwikkelingen leiden tot andere keuzes en dat heeft ook gevolgen voor de manier waarop in het pensioenfonds belegd wordt. De laatste jaren neemt de risicobereidheid van de sponsor (werkgever) om een eventuele bijstorting te doen in het pensioenfonds sterk af. In sommige gevallen zegt de onderneming de overeenkomst op of gaat over op een DC-overeenkomst met het personeel om helemaal van het beleggings- en balansrisico af te zijn. Hoewel er dan geen premie-inkomsten meer in het pensioenfonds komen, kan er nog steeds belegd worden. Om te komen tot het doel van beleggen en het beleggingsbeleid, dient het bestuur rekening te houden met de financiële uitgangssituatie van het fonds en de samenhang tussen de risicobereidheid van de deelnemers en het ambitieniveau van de toezegging. De laatste twee kunnen wijzigen onder invloed van de situatie van voor de opzegging, natuurlijk allemaal binnen de wettelijke kaders van het FTK.

2.7 Verbeterde premiereregeling

Per 1 september 2016 is de Wet verbeterde premiereregeling in werking getreden. Met deze wet is het wettelijk kader voor premiereregelingen gewijzigd. Het kapitaal dat wordt opgebouwd, hoeft niet meer op de pensioendatum in een vaste uitkering omgezet te worden, maar kan ook in de uitkeringsfase (deels) risicodragend worden belegd. Doorbeleggen in de uitkeringsfase leidt naar verwachting tot een hoger pensioenresultaat dan de bestaande, vaste uitkering, maar geeft tegelijkertijd meer onzekerheid over de hoogte van de uitkering. Ook hier dient het bestuur de beleggingsafweging te maken, rekening houdend met de uitgangssituatie en de risicobereidheid van de deelnemer en het ambitieniveau.

3. Debatten

3.1 Beleggen goed voor het pensioenresultaat met een acceptabel risico

Er wordt door deelnemers wel eens sceptisch gedaan over het beleggingsbeleid van pensioenfondsen, zeker als er net een flinke daling van de aandelenbeurzen is geweest. Het uitgangspunt dat beleggingsrisico wordt beloond, wordt echter duidelijk ondersteund door de 'Hoofdlijnennota optimalisering wettelijk kader voor premieovereenkomsten' die de toenmalige Staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, Jetta Klijnsma, op 19 december 2014 aan de Tweede Kamer heeft gestuurd. De aanleiding daarvan was dat in de huidige premieovereenkomsten is opgenomen dat het nemen van beleggingsrisico in zakelijke waarden alleen in de

opbouwfase van de premieovereenkomst is toegestaan. Doordat de conversie in een vaste, levenslange pensioenuitkering op één moment gebeurt (bij pensionering), wordt de beleggingshorizon in zakelijke waarden onnodig nog verder verkort. De kern van de voorstellen is dat een hoger pensioen en daarmee verbetering van koopkracht voor deelnemers kan worden gerealiseerd door ook ná de pensioeningangsdatum bij premieovereenkomsten (deels) beleggingsrisico te nemen. Dit heeft geresulteerd in de Wet verbeterde premieregeling. Beleggen komt kortom de pensioenuitkomst ten goede.

3.2 Communicatie van de risico's

Een goede formulering van de doelen en een goed uitgewerkt beleggingsbeleid hoeven niet te leiden tot de gewenste uitkomsten. De uitkomsten van het beleggingsbeleid zijn namelijk sterk afhankelijk van de (onvoorziene) marktontwikkelingen. Aangezien het vertrouwen in pensioenfondsen gedaald is door de crisis van de afgelopen periode (doordat de pensioenuitkomst lager was dan voorgespiegeld), dient het fonds duidelijk en transparant te communiceren. Het fonds dient dan ook duidelijk aan de deelnemers te communiceren over de mogelijke risico's die beleggen met zich meebrengt. Deze transparantie is noodzakelijk om het vertrouwen langzaamaan weer terug te winnen. De keerzijde van duidelijk communiceren over alle mogelijke risico's, is dat deelnemers onzekerder worden over het toekomstige pensioen. Dit gevoel van onzekerheid zou ook het vertrouwen kunnen ondermijnen, omdat mensen van nature nu eenmaal graag zekerheid willen. Het bestuur zal een afweging moeten maken hoe en hoeveel het wil communiceren over de risico's. Of het vertrouwen terugkomt zal naar verwachting meer afhangen van het uiteindelijke pensioenresultaat dan van de mate van transparantie die wordt verstrekt met betrekking tot de risico's. Door de positieve ontwikkelingen van de dekkingsgraden in 2017 is de verwachting dat daarmee ook het vertrouwen in de pensioenfondsen weer zal toenemen. Dit zal helemaal het geval zijn als ook indexatie weer aan de orde zal zijn.

3.3 Risicobereidheid

Steeds vaker kiezen werkgevers voor een DB-overeenkomst waarbij de risico's van een eventueel tegenvallende pensioenuitkomst meer en meer overgedragen zijn aan de deelnemer. In het laatste geval stelt de toezichthouder nadrukkelijk dat pensioenfondsen dienen te beleggen conform de risicobereidheid van de deelnemers. Uit enquêtes onder deelnemers komt echter meer dan eens naar voren dat gepensioneerden meer risicobereid zijn dan de actieven, terwijl dit als men puur kijkt vanuit beleggingsoogpunt andersom verwacht zou mogen worden. Actieven hebben een langere beleggingshorizon en zouden daardoor meer risico in hun beleggingen kunnen dragen. Gepensioneerden kunnen minder risico dragen, omdat een grote

financiële schok op korte termijn niet meer kan worden opgevangen. Kijkt men puur naar de door de deelnemers opgegeven risicobereidheid, dan is het mogelijk dat voor een minder optimaal beleggingsbeleid gekozen wordt. Bij pensioenfondsen met een kleine en/of heterogene populatie kan een risicobereidheidsonderzoek tevens tot flinke discussies leiden betreffende de spagaat tussen gewenste nominale zekerheid en de gewenste reële ambitie. Het is goed deze discussies te voeren, dat geeft inzicht in de beweegredenen van de deelnemers. De keerzijde is wel dat het beleggingsbeleid, de communicatie en het risicomangement door de ambivalentie bemoeilijkt worden.

3.4 Governance en mogelijke belangenverstremgeling

In het geval een pensioenfonds de uitvoerder is van de pensioenafspraken, die zijn gemaakt tussen de sociale partners, dient men er zich goed rekenschap van te geven dat er mogelijke belangenverstremgeling kan ontstaan als deelnemers aan het arbeidsvoorwaardenoverleg tevens bestuurslid zijn van het pensioenfonds. Een pensioenafpraak die goed is voor de onderneming kan ongunstig zijn voor het pensioenfonds met alle consequenties van dien. Enige overlap van personen is niet altijd te voorkomen, maar zorg dan dat alle afspraken heel goed gedocumenteerd worden en worden genomen met de rol die op dat moment gespeeld wordt. Wees over zulke situaties transparant richting deelnemers om latere achterdocht te voorkomen.

Ook in het geval een pensioenfonds de uitvoering heeft uitbesteed aan een externe pensioenuitvoerder, maar tevens mede-eigenaar is van deze uitvoeringsorganisatie, kan er belangenverstremgeling ontstaan. De verantwoordelijkheden van de verschillende partijen dienen duidelijk vastgelegd te worden om te voorkomen dat de rollen van werkgever – aandeelhouder – opdrachtgever met elkaar in conflict kunnen komen.

3.5 Maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB)

Beleggen is voor het bestuur geen doel op zich, maar een van de middelen om de algehele doelstelling van het pensioenfonds mogelijk te maken. Er wordt gestreefd naar een optimaal rendement, onder de voorwaarde van een acceptabel risico. Steeds vaker wordt daarbij genoemd dat ook gekeken zou moeten worden naar het maatschappelijk verantwoord gedrag van partijen waarbij en/of waarin men belegt. Ten eerste omdat in sommige zaken vanuit wetgeving niet belegd mag worden (clusterbommen) en ten tweede omdat men verplicht is in het jaarverslag verantwoording af te leggen over de uitvoering van het beleid op het gebied van verantwoord beleggen. Daarnaast speelt mee dat als bekend wordt dat er maatschappelijk ongewenst belegd wordt, er imagoschade kan ontstaan voor zowel het fonds als de pensioensector. Dit houdt in dat er bewust rekening wordt gehouden met de invloed van milieu, sociale factoren en goed ondernemingsbestuur in de

beleggingsactiviteiten. Er zijn geen duidelijke aanwijzingen dat MVB minder (of meer) rendement oplevert. Men zou dan ook bij het streven naar rendement kunnen opnemen dat er enkel maatschappelijk verantwoord mag worden belegd om tegemoet te komen aan de vraag uit de maatschappij. Op deze manier draagt het pensioenfonds bij aan een duurzame economische ontwikkeling.

3.6 Nieuwe pensioenstelsel

Binnen de Sociaal Economische Raad (SER) is nog geen overeenstemming bereikt over een herziening van het pensioenstelsel. De SER werkt nu al een aantal jaren aan dit pensioenplan. De sociale partners hebben nog steeds de wens om naar een stelsel te gaan met individuele potjes in een collectief jasje, maar op een aantal punten zijn ze er nog niet uit. Voor de doorsneepremie en belastingtechnische regels zijn nog geen oplossingen. De uiteindelijke invulling van het nieuwe stelsel zal zeker ook een grote invloed hebben op de nieuw in te richten manier van beleggen. Risico's en ambities moeten wellicht opnieuw worden gedefinieerd.

HOE OM TE GAAN MET LAGE RENTE?

De financiële markt laat in de afgelopen jaren koerswisselingen zien die we niet gewend zijn. De lage rentestand van de afgelopen jaren is niet alleen financieel, maar ook politiek gedreven (ECB). Door de lage rentestand is de liquiditeit in de obligatiemarkt af- en de volatiliteit toegenomen. In april 2014 was zichtbaar dat obligaties met een duration van tien jaar 8% in waarde kunnen stijgen of dalen. Deze koerswisselingen zijn bekend in de aandelenmarkt, maar nog nooit zichtbaar geweest in de obligatiemarkt. Duitse staatsobligaties met een looptijd van tien jaar lieten in juli 2016 zelfs een negatief rendement van -0,2% zien door de lage rentestand. Deze specifieke situatie zet je als bestuur aan het nadenken. Moet je als bestuur in zaken beleggen waarvan je voorafgaand al weet dat het negatieve rendementen oplevert? Of is heroverwegen van je rentedekkingsbeleid noodzakelijk bij een langdurig lage rentestand?

De ambitie van het pensioenfonds is leidend. Heb je als bestuur een nominale ambitie, dan hoef je je rentedekkingsbeleid niet te heroverwegen, de nominale risico's zijn afgedekt. Heb je als bestuur een reële ambitie, dan is heroverwegen van je rentedekkingsbeleid wel aan de orde. Als pensioenfonds heb je de zekerheid dat je geld verliest bij een stijging van de rente. Bij een stijging van de rente dalen de obligaties en heb je als pensioenfonds minder geld in kas. Ook de voorziening pensioenverplichtingen neemt af bij een stijgende rente. Daarnaast is er bij een stijging van de rente een grote kans dat de inflatie stijgt en moet je als pensioenfonds meer indexatie compenseren. Dit geld heb je echter niet, waardoor je je ambitie ook niet haalt. Tevens is de verantwoording richting de achterban heel lastig. Hoe leg je als pensioenfonds aan je deelnemers uit dat je in obligaties blijft beleggen die minder geld opleveren? Deze vraag stellen de bestuurders zich al jaren en de rente kon toch steeds lager.

Bij een langdurig verwachte negatieve rente kun je als pensioenfonds je geld ophalen en opslaan zonder rendement. Dit is beter dan een negatief rendement. Nadeel hiervan is de bewerkelijkheid. Waar zet je zoveel geld tijdelijk neer? Hoe regel je de beveiliging? Alternatief is in andere beleggingsproducten beleggen, dit verhoogt echter het risico en leidt tot aanpassing van het risicoprofiel.

Wat is de termijn waarop je als pensioenfonds bij een langdurige lage rente in actie moet komen? Het is zaak om niet nerveus te worden van negatieve beleggingsrendementen op korte termijn. Het is van belang dat je als bestuur de discussie voert en probeert na te denken over verschillende scenario's en die toetst aan je ambitie. Het blijft een spannende markt. Laat je als pensioenfonds niet verrassen, maar houd rekening met situaties die nu moeilijk voor te stellen zijn en die we nog nooit hebben gezien. De steeds lager wordende rentestand van de afgelopen jaren is daarbij een belangrijke leerschool geweest voor de pensioensector.

Denken met gezond verstand is en blijft belangrijk. Het ziet er naar uit dat de negatieve rentes op langlopende obligaties voorbij zijn en de verwachtingen zijn positief, maar we moeten blijven nadenken over scenario's die zich kunnen voordoen en daarop voorbereid zijn. Daarnaast moet men goed in ogenschouw houden dat pensioenfondsen langetermijnbeleggers zijn. Het rentedekkingsbeleid aanpassen aan de huidige situatie is een kortetermijnbeslissing.

4. Best practices

- Bepaal het doel van het pensioenfonds, hoe simpel dat ook lijkt, en leg dit vast in een missie-, visie- en strategiedocument. Doe dit zodanig dat dit in lijn is met de pensioentoezegging die de onderneming aan de deelnemers heeft gedaan.
- Zorg ervoor dat de uitvoering van de regeling door het pensioenfonds formeel wordt geaccepteerd en vastgelegd nadat er een check is gedaan op de samenhang van de toegezegde ambitie, de kosten van de premie en het risico dat de verschillende partijen (onderneming, deelnemers en pensioengerechtigden) willen en kunnen dragen.
- Onderzoek de risicobereidheid bij de deelnemers en leg vooral zo objectief mogelijk de consequenties uit van bepaalde keuzes.
- Monitor periodiek of het doel van beleggen en de uitgangspunten nog valide zijn en vooral of dit nog aansluit bij de financiële werkelijkheid. Zorg voor een proces om de doelen indien nodig bij te stellen en communiceer daar transparant over richting deelnemers.
- Werk met scenario-analyses om de risico's in kaart te brengen bij veranderende omstandigheden. Denk hierbij ook aan de invloed van wijzigende politieke omstandigheden op het wereldtoneel.
- De beleggingsovertuigingen zijn de basis waarop het bestuur het beleggingsbeleid vormgeeft. Leg deze goed vast en evalueer / bediscussieer deze periodiek om te zien of er nieuwe inzichten in de markt zijn bijgekomen en of er eventueel aanpassingen gemaakt moeten worden. Zo houd je elkaar scherp op nieuwe ontwikkelingen. Communiceer deze ook naar de deelnemers, zodat er begrip kan ontstaan voor het gekozen beleggingsbeleid en de wijze waarop dit wordt uitgevoerd.

5. Meer lezen? Literatuur

Staatssecretaris Jetta Klijnsma (2014), 'Hoofdlijnennota optimalisering wettelijk kader voor premieovereenkomsten', raadpleegbaar op www.rijksoverheid.nl.

De overheid (2016), 'Wet verbeterde premieregeling', raadpleegbaar op www.rijksoverheid.nl.

LCP, Evert van Ling & Jeroen Koopmans (2014), 'Optimalisering overgang van opbouw- naar uitkeringsfase premieovereenkomsten', raadpleegbaar op www.lcpnl.com.

Ortec-finance (2014), 'Onderzoek naar mogelijkheden van collectieve risicodeling binnen beschikbare premieregelingen', raadpleegbaar op www.ortec-finance.com.

Monitoringcommissie Code Pensioenfondsen (2017), 'Werken aan vertrouwen. Rapportage naleving code pensioenfondsen over 2015', raadpleegbaar op www.mcpf.nl.

DNB Uitvraag strategiedocumentatie (2017), 'Onderzoeken visie & strategie en toekomstbestendigheid', raadpleegbaar op www.dnb.nl.

SER (2015-2017), 'Toekomst Pensioenstelsel – SER advies', raadpleegbaar op www.ser.nl.

Cor Zeeman

Cor Zeeman is sinds april 2017 directeur van het multi-opf Stichting Pensioenfonds HaskoningDHV. Tevens is hij sinds januari 2017 onafhankelijk bestuursvoorzitter van Pensioenstichting Transport en voorzitter van de beleggingsadviescommissie. Daarvoor was hij dertien jaar directeur van de Stichting Alcatel-Lucent Pensioenfonds, waar hij ook voorzitter van de beleggingscommissie was. Voor zijn aanstelling als directeur was Cor drie jaar bestuurslid en lid van de beleggingscommissie en in die hoedanigheid medeverantwoordelijk voor de herstructurering van de beleggingsportefeuille. Voorafgaand aan zijn bestuursfuncties werkte hij dertien jaar als senior projectmanager in de ICT bij Lucent Technologies in Nederland en Duitsland. Hij heeft vele reorganisaties en projecten met betrekking tot procesverandering begeleid.

1. GOVERNANCE



HOOFDSTUK 2

**Welke onderwerpen wil ik
op de bestuursagenda
zetten en wat wil ik
bereiken?**

Welke onderwerpen wil ik op de bestuursagenda zetten en wat wil ik bereiken?

Geraldine Leegwater

1. Uitgangspunten beleggingen op de bestuursagenda

- De basis om tot een adequate invulling van het onderwerp vermogensbeheer te komen op de bestuursagenda, ligt in het wettelijk kader, waarin bestuursverantwoordelijkheden met betrekking tot vermogensbeheer zijn beschreven.
- De pensioenwetartikelen over de prudent-person regel, beheerste en integere bedrijfsvoering en uitbesteding vormen het raamwerk voor het bestuur om invulling te geven aan de bestuursagenda vermogensbeheer.
- Het is van belang dat het bestuur een bewuste keuze maakt ten aanzien van de inrichting van de governance van het pensioenfonds. Welke beleggingsonderwerpen op de bestuursagenda komen en wat met de agendering bereikt moet worden, dient aan te sluiten bij de gekozen governance.
- Het inrichten van een eenduidig bestuurlijk proces helpt het bestuur bij het vaststellen van de bestuursagenda. Onderwerpen gerelateerd aan vermogensbeheer zullen een belangrijk deel van deze agenda uitmaken, omdat vermogensbeheer core business van een pensioenfonds is.
- Besturen worstelen met de vraag welke vraagstukken over vermogensbeheer op de bestuursagenda thuishoren. Ook de mate van kennis en countervailing power die aanwezig dienen te zijn om deze vraagstukken te beoordelen is een discussiepunt. De eisen van de toezichthouder hiervoor zijn toegenomen en concreter geworden.
- De oplossing moet waarschijnlijk niet gezocht worden in het verlengen van vergaderingen of het vergroten van de hoeveelheid informatie. Ook het verzanden in de details van de beleggingsportefeuille lijkt niet effectief.
- Toekomstbestendig besturen vraagt om een agendering op de bestuursagenda van de vermogensbeheeronderwerpen die daadwerkelijk bestuurlijk van aard zijn. Door te concentreren op de strategische doelstellingen van het pensioenfonds, vertaald in concrete criteria die inzicht geven in de belangen van de stakeholders, is de

belangrijkste basis gelegd. Door een adequate vertaling van doelstellingen naar de implementatie van het beleggingsbeleid, kan voorkomen worden dat het bestuur verzandt in de details van de beleggingsportefeuille. Een adequate verdeling van rollen, taken en verantwoordelijkheden is hierbij onontbeerlijk.

2. Context

Het bestuur is verantwoordelijk voor alle aspecten die samenhangen met het vermogensbeheer van de beleggingen van het pensioenfonds. Wat betekent dit in de praktijk voor de beleggingsonderwerpen die worden behandeld op de bestuursagenda? Om hier op een meer gestructureerde wijze vorm en inhoud aan te geven, wordt in deze paragraaf de context geschetst van waaruit het bestuur de verantwoordelijkheid voor het beleggingsbeleid kan nemen. Deze context wordt bepaald door drie pijlers:

1. Wat is het wettelijk kader waarbinnen de bestuursverantwoordelijkheid wordt genomen?
2. Wat is het bestuurlijke besluitvormingsproces op basis waarvan het bestuur bestuurt?
3. Wat is het beleggingsproces dat het bestuur heeft geformuleerd?

2.1 Wettelijk kader

Het wettelijk kader waarlangs de bestuurlijke verantwoordelijkheid voor het vermogensbeheer door de toezichthouder wordt getoetst, wordt vooral gevormd door drie pijlers in de Pensioenwet:

- Prudent-person regel (Art. 135 PW)
- Beheerste en integere bedrijfsvoering (Art. 143 PW)
- Regels voor uitbesteding (Art. 34 PW)

Artikel 135 van de Pensioenwet stelt: 'een pensioenfonds voert een beleggingsbeleid dat in overeenstemming is met de prudent-person regel en gebaseerd is op de volgende uitgangspunten'. Vervolgens wordt in dit wetsartikel gesteld dat 'de waarden worden belegd in het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden.' Het wetsartikel bevat één kwantitatieve bepaling, waarin beleggingen in de bijdragende onderneming worden beperkt.

De prudent person is ook na de invoering van de wijzigingen in het Financieel Toetsingskader (FTK) een open norm gebleven. Met de komst van de Europese Pensioenfondsenrichtlijn IORP II waaraan de Nederlandse wetgeving in januari 2019 moet voldoen, blijft er sprake van een open norm. Er is wel sprake van extra eisen, bijvoorbeeld op het gebied van vraagstukken gerelateerd aan klimaat, milieu- en sociale risico's.

Om aan de wet te voldoen zegt de prudent-person regel:

- veiligheid, kwaliteit, liquiditeit en rendement van de portefeuille als geheel zijn gewaarborgd;
- beleggen in lijn met de aard en duur van de toekomstige uitkeringen;
- derivaten zijn toegestaan voor doeltreffend portefeuillebeheer of verminderen van het risicoprofiel;
- spreiding van beleggingen;
- hoofdzakelijk beleggen op gereguleerde markten;
- overige beleggingen beperken tot een prudent niveau;
- waardering op marktwaarde.

De prudent-person regel, afkomstig uit de huidige IORP-Richtlijn, is een open norm die het gehele beleggingsproces beslaat.¹ De wijze waarop concreet invulling gegeven dient te worden aan deze regel, is niet geheel duidelijk.

Bij de jaarlijkse actuariële controle beoordeelt de certificerende actuaaris of het pensioenfonds aan de prudent-person regel voldoet. Het rapport 'Prudent-person regel beleggingsbeleid' van het Actuarieel Genootschap geeft inzicht in de wijze waarop deze regel door toezichthouder, juristen en actuarissen wordt beoordeeld.²

Het rapport kan daarmee handvatten bieden aan het bestuur over de wijze waarop het vermogensbeheer ingericht kan worden en wat dit betekent voor het onderwerp vermogensbeheer op de bestuursagenda.

Artikel 143 van de Pensioenwet stelt dat een pensioenfonds de organisatie zodanig inricht dat deze een beheerste en integere bedrijfsvoering waarborgt. Vervolgens wordt aangegeven dat hiertoe regels kunnen worden gesteld die betrekking hebben op het beheersen van bedrijfsprocessen en bedrijfsrisico's, integriteit en de soliditeit van het pensioenfonds. Hieronder wordt het beheersen van financiële en andere risico's verstaan. Tot slot dient volgens dit artikel de financiële positie over de lange termijn beheerst te worden door periodiek een haalbaarheidstoets te doen.

In het FTK staan richtlijnen over wat onder adequate bedrijfsvoering wordt verstaan. Paragraaf 8 van het 'Besluit financieel toetsingskader' geeft het bestuur meer inzicht in hoe het wettelijk kader zich vertaalt naar de bestuursagenda.³ In deze paragraaf is artikel 18 uitgebreid met onderwerpen over vastlegging van de organisatiestructuur. Daarnaast is er een uitbreiding over de bestuursverantwoordelijkheid om de omvang, aard en complexiteit van de beleggingsportefeuille te laten aansluiten bij de kennis en ervaring van het bestuur. Ten aanzien van dit laatste punt is DNB in 2016 met meer guidance

1 Zie: 'De prudent-person regel en de praktijk van pensioenfondsen', 2014.

2 Zie: 'Prudent-person regel beleggingsbeleid', Actuarieel Genootschap, 2012.

3 Zie: Besluit financieel toetsingskader, 2014.

gekomen over de normen die zij stelt aan de verschillende type bestuurders en leden van de beleggingscommissie.⁴

Artikel 34, tot slot, geeft richting aan de verantwoordelijkheden van het bestuur indien er werkzaamheden worden uitbesteed aan een derde. In dit geval dient het bestuur er zorg voor te dragen dat de partij waaraan werkzaamheden zijn uitbesteed, de gestelde regels naleeft die van toepassing zijn op de uitbestede processen. In de ‘Guidance uitbesteding pensioenfondsen’ is een uiteenzetting te vinden over de wijze waarop de toezichthouder de invulling van dit wetsartikel beoordeelt.⁵

2.2 Bestuurlijk proces

Een tweede belangrijke pijler die de context bepaalt waarbinnen het bestuur besluit welke beleggingsvraagstukken op de bestuurlijke agenda komen, is de bestuurlijke governance. Op het hoogste niveau wordt deze bepaald door de keuze van het bestuursmodel en de inrichting van de bestuurlijke organisatie. Als er sprake is van een paritair bestuursmodel, zal de governance van de beleggingen waarschijnlijk anders ingericht zijn dan bij een omgekeerd gemengd bestuursmodel. Hierbij zijn er uitvoerende bestuursleden die de implementatie van het vastgestelde beleid voor hun rekening kunnen nemen. Pensioenfondsen met hetzelfde bestuursmodel kunnen het bestuurlijk proces en de verdeling van de verantwoordelijkheden verschillend inrichten. Recent onderzoek van Van Leeuwen naar de wijze waarop pensioenfondsen invulling geven aan de prudent-personregel bevestigt dit.⁶

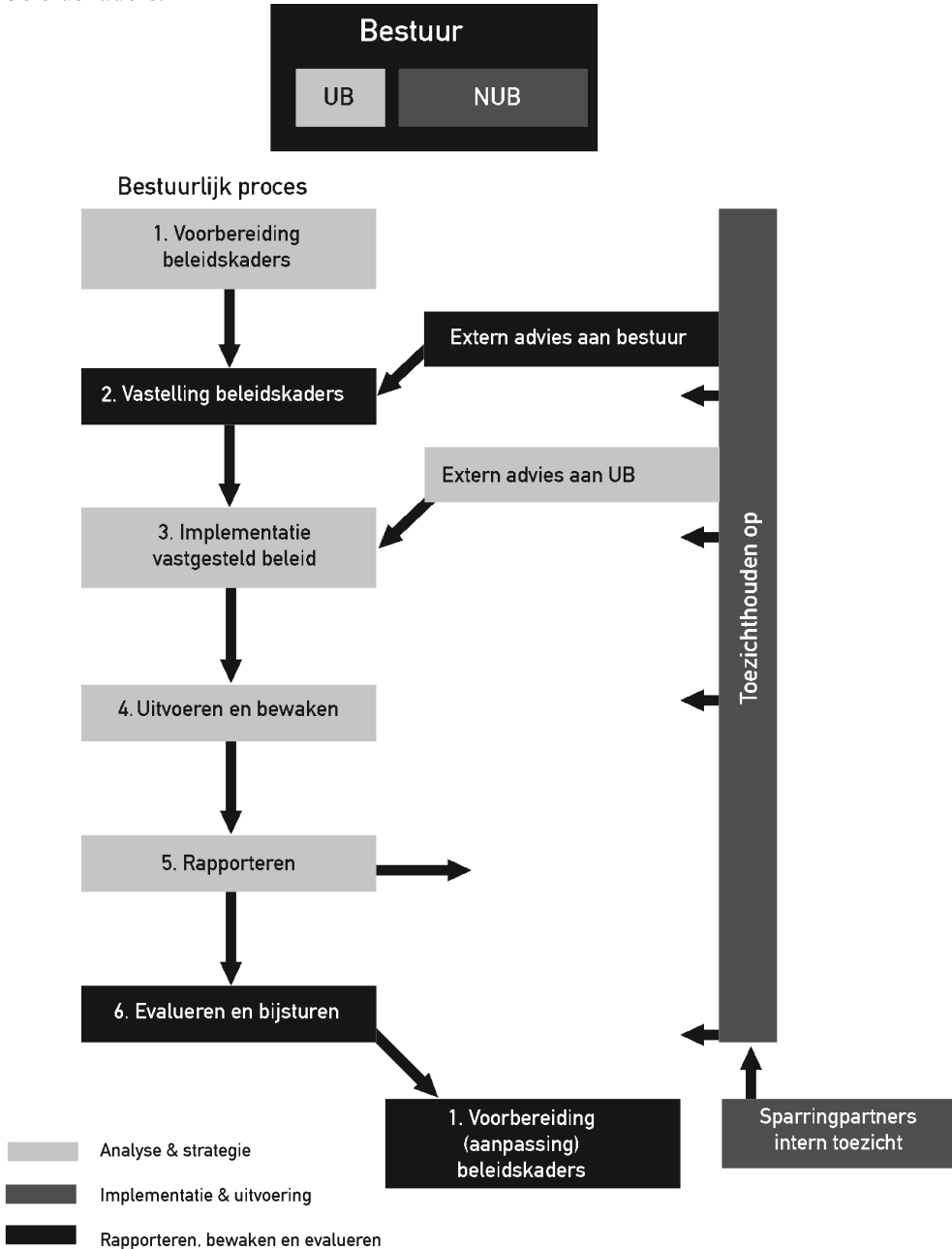
Om tot een adequate invulling van de bestuursagenda te komen, is het van belang om bij het begin te beginnen: het bestuurlijk proces. Het is niet de bedoeling dat de vermogensbeheeronderwerpen op de agenda ‘het bestuur overkomen’. De agendering dient logischerwijs te volgen uit het vooraf vastgelegde bestuurlijke proces. Een beschrijving van het bestuurlijk proces, waarvan in figuur 1 een voorbeeld wordt gegeven, geeft weer op welke wijze het bestuur bestuurt. Welke stappen worden voor elk bestuursvraagstuk doorlopen? Wie zijn hierbij betrokken? Wie heeft welke verantwoordelijkheid? Hoe zijn taken, rollen en verantwoordelijkheden over de verschillende gremia verdeeld? Is er sprake van een adequate verantwoordingscyclus? Gezamenlijke vaststelling van het bestuurlijk proces geeft vervolgens vorm en richting aan de wijze waarop het bestuur met bestuursvraagstukken omgaat. De kaders worden gezet voor wat in welke fase van het besluitvormingsproces wordt gedaan. Een goed bestuurlijk proces is toepasbaar op alle bestuursvraagstukken.

4 Zie: DNB ‘Verwacht niveau beleggingskennis pensioenfondsbestuurders’, 2016.

5 Zie: DNB Guidance uitbesteding door pensioenfondsen, 2014.

6 Zie: De prudent-person regel en de praktijk van pensioenfondsen, 2014.

Het voorkomt dat bij elk beleidsvraagstuk opnieuw nagedacht moet worden over de rolverdeling en het proces. Een goed beschreven bestuurlijk proces kan het bestuur scherp houden ten aanzien van de afweging van welke vraagstukken thuishoren op de bestuursagenda en wat hiermee bereikt dient te worden, of voor welke vraagstukken er sprake is van gedelegeerde besluitvorming binnen de door het bestuur gestelde beleidskaders.

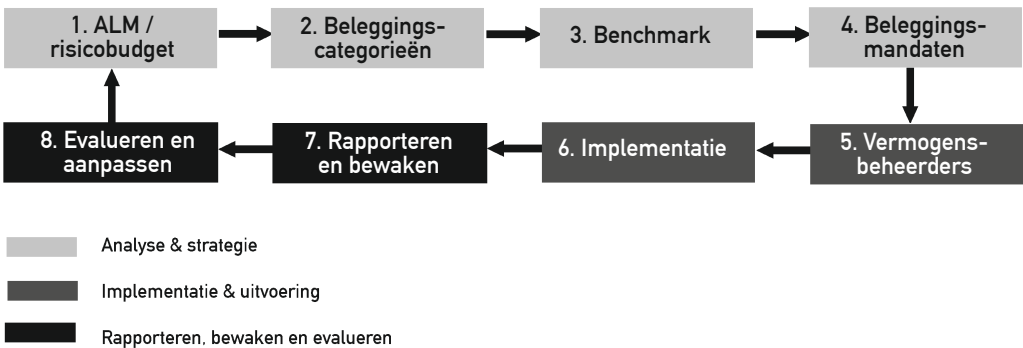


Figuur 1. Bestuurlijk proces

2.3 Beleggingsproces

De derde pijler waarop de uiteindelijke invulling van de bestuursagenda met betrekking tot vermogensbeheer rust, is het beleggingsproces. Ook hier geldt: bij het begin beginnen. Vermogensbeheervraagstukken horen niet lukraak op de agenda te komen. Wanneer het bestuur een duidelijk beleggingsproces heeft geformuleerd, waarin alle stappen van ALM tot en met het evalueren van bestaand beleid zijn beschreven, dan zou voor elk beleggingsvraagstuk op de bestuursagenda duidelijk moeten zijn welke stap in het beleggingsproces het betreft. Een nog betere richting geeft een beleggingsproces waarin ook de gedelegeerde verantwoordelijkheden zijn vastgelegd. Door bij elke agendavaststelling te beoordelen welke vraagstukken geagendeerd zijn en of deze aansluiten bij de in het beleggingsproces gedefinieerde stappen en verantwoordelijkheden, wordt de kans verkleind dat minder relevante vraagstukken veel tijd vragen of onterecht op de agenda staan. Voor verschillende vraagstukken op de agenda kan er sprake zijn van een andere fase in het beleggingsproces. Figuur 2 geeft een schematische weergave van een mogelijk beleggingsproces.

De combinatie van een vastgesteld bestuurlijk proces en een helder beleggingsproces vormen een krachtig kader voor het vaststellen van de bestuursagenda. Het wettelijk toezichtskader schetst de verantwoordelijkheden die het bestuur hierin heeft.



Figuur 2. Beleggingsproces

3. Debatten

Waarom is ervoor gekozen om een heel hoofdstuk te wijden aan de vraag wat er ten aanzien van vermogensbeheer op de bestuursagenda thuishoort? Wat zijn de discussies die binnen besturen gevoerd worden over de invulling van de agenda en de doelstelling ervan? Hoe gaan besturen om met de kritiek die de toezichthouder heeft op de ‘countervailing power’ van bestuursleden naar hun uitvoeringsorganisatie?

De oorsprong van het actuele debat over de invulling van de bestuursagenda ligt, net als veel andere actuele debatten in pensioenland, in de financiële crisis. Nadat in de loop van 2009 het stof van de crisis was neergedaald, was een van de kritiekpunten dat besturen niet de leiding zouden hebben bij het bepalen van de wijze waarop vermogensbeheer in de bestuursvergadering wordt besproken. Besturen zijn daarna op verschillende manieren met deze kritiek omgegaan. Voorbeelden hiervan zijn oprichting van bestuursbureaus met specialisten op het gebied van vermogensbeheer en risicomangement, verzakelijking van de relatie met de uitvoeringsorganisatie, toevoegen van externe deskundigen aan het bestuur, opleidingsplannen en uitbreiden van de tijdsbesteding aan vermogensbeheer in de bestuursvergaderingen. Inmiddels ligt de crisis tien jaar achter ons en is het nieuwe ‘in control zijn’ voor vermogensbeheer gemeengoed bij pensioenfondsen. Maar de eisen die door deelnemers, de toezichthouder en de maatschappij worden gesteld aan pensioenfondsen worden steeds uitdagender. In het vervolg van deze paragraaf zal voor een aantal actuele dilemma’s besproken worden welke keuzes in de sector worden gemaakt.

Een eerste debat gaat over de vraag in welke mate bestuursleden de details van het beleggingsbeleid dienen te kennen en in welke mate dit dan in de bestuursagenda wordt besproken. Vlak na de financiële crisis circuleerden er verhalen dat bestuurders aan de tand gevoeld zouden worden door de toezichthouder over individuele beleggingen in de portefeuille. Als dit al zo zou zijn, is de vraag of het effectief is voor een bestuurder om details op dit niveau te beheersen. Dat lijkt niet het geval. Waarschijnlijk is het veel krachtiger om ‘aantoonbaar in control’ te zijn doordat voor elke beleggingscategorie in de portefeuille een adequaat beleggingsproces is doorlopen. In de praktijk betekent dit dat het bestuur besluit tot opname van een beleggingscategorie in de portefeuille nadat hiervoor het volledige bestuurlijk proces (figuur 1) en beleggingsproces (figuur 2) is doorlopen. Hierbij kan het een bestuurlijke keuze zijn om stappen in het beleggingsproces uit te besteden

aan experts op relevante gebieden, zoals de selectie van vermogensbeheerders en de contractonderhandelingen. Met behulp van een adequaat monitoring- en evaluatieproces dient het bestuur wel zicht te houden op de uitbestede werkzaamheden. Het ontvangen van maandelijkse rapportages met oneindig veel details over elke belegging in de portefeuille lijkt hierbij niet effectief. Het zorgen voor het juiste niveau van beleggingskennis behorende bij de verschillende taken, verantwoordelijkheden en rollen in het beleggingsproces is daarentegen wel effectief.

Een ander debat in de sector gaat over de vraag op welke wijze ‘countervailing power’ ten opzichte van de uitvoeringsorganisatie is ingericht. Is de uitvoeringsorganisatie of de fiduciair aanwezig in de bestuursvergadering? Wat is daarbij de rol van deze externe partij? Wie bepaalt wanneer zij aanwezig zijn? Welke inbreng wordt verwacht? Veel pensioenfondsen hebben in de afgelopen jaren met deze vraag geworsteld. In de beginjaren na de splitsing van beleid en uitvoering bij pensioenfondsen was er vaak sprake van een familiäre relatie tussen het bestuur en de uitvoerder. In deze relatie was het min of meer vanzelfsprekend dat de uitvoerder, vaak met een kennisvoorsprong, het initiatief nam bij het vaststellen van de agenda. De uitvoerder kan hierin best een belangrijke rol houden, maar leiden of geleid worden kan ondervangen worden door vooraf als bestuur de kaders veel scherper te stellen. Dit kan gedaan worden aan de hand van de drie pijlers die zijn geschetst: het wettelijk kader, het bestuurlijk proces en het beleggingsproces. Veel van de onderwerpen die op de bestuursagenda horen te komen, kunnen vooraf bepaald worden aan de hand van het beleggingsplan en de jaaragenda. Hierna kan de uitvoerder een rol hebben in de beleidsvoorbereiding.

Veel pensioenfondsen hebben ervoor gekozen om de countervailing power te vergroten door een eigen bestuursbureau in te richten. De beleggingsmanager en risicomanager, die hier vaak zijn aangesteld, hebben als taak tegenwicht te bieden aan de (belangen van) de uitvoerder. Inmiddels hebben pensioenfondsen een aantal jaren ervaring met deze aanpak. Deze opzet heeft de onafhankelijkheid van de uitvoerder vergroot, maar de opzet blijft er een van de muis en de olifant. Het blijft lastig om als klein bestuursbureau tegenwicht te moeten bieden aan een uitvoeringsorganisatie waar veel specifieke expertise zit.

4. Best practices

In de paragraaf ‘context’ hebben we een kader geschetst dat het uitgangspunt kan zijn voor de invulling van de bestuursagenda. Dit kader betreft het vinden van de juiste balans tussen het wettelijk kader, de gekozen governance en het vastgestelde beleggingsproces. Als deze goed geborgd zijn, volgt de invulling van de bestuursagenda op natuurlijke wijze.

4.1 Rolverdeling

Besturen hanteren vaak de volgende rolverdeling:

- Het voltallige bestuur stelt de beleidskaders vast voor het strategisch beleggingsbeleid. Het betreft de stappen risicobudget en ALM, beleggingscategorieën, benchmarks en beleggingsmandaten uit het beleggingsproces (zie figuur 2). Met beleggingsmandaten worden hier, op hoofdlijnen, de richtlijnen voor de onder te brengen beleggingsmandaten bedoeld: rendementsdoelstelling, risicobudget, overige restricties. Vaak wordt hierbij een beleggingscommissie betrokken, die een adviesrol heeft ten aanzien van de beleidsvoorstellen die worden gedaan.
- Het bestuur kan ervoor kiezen om vervolgens de selectie van de vermogensbeheerders en de implementatie van de mandaten uit te besteden aan de uitvoeringsorganisatie of fiduciair manager.
- Het rapporteren en bewaken, uitgevoerd door een onafhankelijke partij, kan neergelegd worden bij de beleggingscommissie, die hierover een terugkoppeling doet in de bestuursvergadering.
- Het evalueren van (onderdelen van) de beleggingsportefeuille is onderdeel van de bestuursagenda.
- Vaak wordt vanuit een bestuursbureau de regiefunctie van het beleggingsproces ingevuld.

4.2 Agendering

Op basis van de hierboven geschetste mogelijke rolverdeling kan het bestuur een jaaragenda opstellen. Voor elk onderdeel in de beleggingsportefeuille wordt beoordeeld waar in het beleggingsproces het zich bevindt en of behandeling in de bestuursvergadering relevant is. Als het bestuur deze inventarisatie jaarlijks doet, kan vooraf een strategische jaaragenda vastgesteld worden. Deze vormt de leidraad voor de invulling van de bestuursagenda gedurende het jaar. Betrokkenen zoals het bestuursbureau, de uitvoerder en de fiduciair manager, kunnen vervolgens voor onderdelen op de strategische jaaragenda de voorbereidende fase in het bestuurlijk proces voor hun rekening nemen.

4.3 Praktijkvoorbeeld

Een concrete vertaling van het wettelijk kader, bestuurlijk proces en beleggingsproces kan er in de praktijk in een bepaald jaar als volgt uitzien voor de bestuursvergadering.⁷ Het betreft een jaar waarin het bestuur bij de vaststelling van de jaaragenda heeft vastgesteld dat er geen ALM-studie gedaan zal worden (stap 1 in het beleggingsproces uit figuur 2). Wel is, op basis van de evaluatie van de returnportefeuille uit het voorgaande jaar, door het bestuur besloten om aandelen opkomende markten als nieuwe beleggingscategorie op te nemen (stap 2 in het beleggingsproces uit figuur 2). Bij deze evaluatie was het bestuursbureau betrokken om de regierol te vervullen: het managen van het analyseproces met alle betrokken partijen. De fiduciair manager was belast met het doen van de strategische analyses. Deze analyses zijn besproken in de beleggingscommissie. De commissieleden hebben het bestuur geadviseerd de nieuwe beleggingscategorie op te nemen in de portefeuille. Tot slot heeft het bestuur besloten aandelen opkomende markten op te nemen in de portefeuille.

Voorts is op basis van een eerdere evaluatie gebleken dat de benchmark van de aandelenportefeuille niet meer voldoet. Het betrof de jaarlijkse categorie-evaluatie behorende bij stap 8 uit het beleggingsproces (figuur 2). Deze evaluatie was inhoudelijk voorbereid door de fiduciair, onder aansturing van het pensioenbureau. Nadat de evaluatie was besproken in de beleggingscommissie en de leden een advies hadden gegeven, kwam het bij het bestuur op de agenda. Het bestuur besloot om een analyse te doen naar een betere benchmark voor de portefeuille aandelen.

Bij de reguliere monitoring van vermogensbeheerders (stap 7 in het beleggingsproces uit figuur 2), is duidelijk geworden dat de vermogensbeheerders van de portefeuille bedrijfsobligaties niet aan de gestelde eisen voldoen. De reguliere rapportages zijn verzorgd door een onafhankelijke monitoringpartij. In de beleggingscommissie zijn deze rapportages periodiek besproken en is het advies aan het bestuur geformuleerd om een van de vermogensbeheerders te vervangen. Het bestuursbesluit is genomen om deze beheerder te ontslaan en een selectietraject te starten (stap 4 in het beleggingsproces uit figuur 2).

Tot slot heeft het bestuur vastgesteld dat het securities lending proces geëvalueerd dient te worden (stap 8 in het beleggingsproces uit figuur 2). Dit is besloten nadat het bestuursbureau, belast met de regiefunctie, had gesignaleerd dat de laatste evaluatie alweer twee jaar geleden was uitgevoerd.

Op basis van bovenstaande bestuursbesluiten uit de voorgaande periode, kan het bestuur tot de vaststelling van de jaaragenda voor het nieuwe jaar komen. Dit is uitgewerkt in onderstaande tabel.

7 Het betreft een vereenvoudigde weergave waarin alleen het beleggingsproces en de fase in het bestuurlijk proces zijn weergegeven.

BELEGGINGSPROCES?	WAT?	BESTUURLIJK PROCES: WAAR EN WIE?
ALM	n.v.t.	n.v.t.
Beleggingscategorieën	n.v.t.	n.v.t.
Benchmark en beleggingsmandaat	Aandelen	Beleidsvoorbereiding: fiduciair manager. Vaststelling beleidskader: bestuur.
Vermogensbeheerder	Bedrijfsobligaties	Selectie vermogensbeheer binnen vastgesteld beleidskader: fiduciair manager.
Implementatie	Aandelen – aanpassing benchmark na bestuursbesluit	Implementatie door fiduciair manager / betrokken vermogensbeheerder.
Implementatie	Bedrijfsobligaties	Implementatie door fiduciair manager / betrokken vermogensbeheerder.
Rapporteren en bewaken	Gehele beleggings- portefeuille	Op basis van onafhankelijke informatie, beoordeling door beleggingsadviescommissie met rapportage aan het bestuur. Bespreking in de bestuursvergadering.
Evalueren	Securities lending	Beleidsvoorbereiding: fiduciair manager. Vaststelling beleidskader: bestuur.
Evalueren en aanpassen	Komt voort uit rapporteren/ bewaken of uit de actualiteit	Op basis van de rapportages of de actualiteit, kunnen betrokkenen aandragen welke onderdelen in de beleggingsportefeuille geëvalueerd dienen te worden. Uit evaluaties kunnen aanpassingsvoorstellen volgen, die weer ondergebracht kunnen worden in het beleggingsproces.

Tabel 1. Voorbeeld jaaragenda vermogensbeheer

Uit de voorbeelden met betrekking tot de rolverdeling en agendering en het versimpelde praktijkvoorbeeld volgt dat het bestuur op eenvoudige wijze de leiding kan nemen in het vaststellen van de vermogensbeheeronderwerpen op de bestuursagenda en de doelstelling ervan. Door voor een gestructureerde aanpak te kiezen, kan worden voorkomen dat bestuurders het gevoel hebben dat de bijrijder het stuur heeft overgenomen. Een goede invulling van het onderwerp vermogensbeheer op de bestuursagenda vraagt niet voor alle betrokken bestuurders diepgaande kennis over het vakgebied beleggingen. Het vraagt slechts een bestuurlijke, gestructureerde aanpak waarbij vooraf is vastgelegd wie welke rol in het proces vervult, en welke kennis en competenties het succesvol vervullen van de betreffende rol vereist.

5. Meer lezen? Literatuur

Keith Ambachtsheer (2016) *The Future of Pension Management: Integrating Design, Governance, and Investing*, Canada: Wiley Finance Series.

De Nederlandsche Bank (2016) 'Verwacht niveau beleggingskennis bestuurders. Guidance normenkader beleggingskennis'. Raadpleegbaar op www.dnb.nl.

R.B.G.P.H. Goris (2016), 'Wat is de invloed van prudent person op het beleggingsbeleid bij pensioenfondsen?', *Tijdschrift voor pensioenvraagstukken*, 2016/48.

Kees Koedijk & Alfred Slager (2011), *Beleggen met visie. Handboek voor beleggers, bestuurders en beslissers*. Amsterdam: Balans.

Jacqueline van Leeuwen (2014), 'De Prudent-Person Regel en de Praktijk van Pensioenfondsen. Een Empirisch Onderzoek', *Netspar Occasional Papers*.

Alfred Slager (2013), *Beleggingscommissies. Beleggingsbeleid, besluitvorming en de rol van beleggingscommissies bij pensioenfondsen*. Delft: Eburon.

Geraldine Leegwater

Drs. Geraldine Leegwater CFA is sinds 2014 CEO van ABN AMRO Pensioenfonds. Daarnaast is zij sinds 2015 bestuurslid van het ABP. Daarvoor was zij bijna tien jaar Chief Investment Officer van ABN AMRO Pensioenfonds. Geraldine is afgestudeerd monetair econoom en Oost-Europadeskundige. Daarnaast is ze CFA charterholder.

1. GOVERNANCE



HOOFDSTUK 3

Hoe organiseer ik als bestuurder countervailing power en hoe weet ik dat ik dit goed heb georganiseerd?

Hoe organiseer ik als bestuurder countervailing power en hoe weet ik dat ik dit goed heb georganiseerd?

Inge van den Doel

1. Uitgangspunten

- Het beheer van een beleggingsportefeuille vraagt om brede en diepgaande kennis van financiële markten en de werking van financiële instrumenten. Als bestuur kun je deze kennis nooit volledig zelf opdoen en behouden. Een bestuur gebruikt daarom regelmatig (extern) advies om besluitvorming te ondersteunen. Hiermee komt de vraag naar voren hoe een bestuur kan beoordelen of het advies passend, compleet en onbevooroordeeld is. Het organiseren van een tegenkracht, een countervailing power, is gewenst.
- Het vastleggen van de fondsdoelstelling en fondseigen beleggings-, uitvoerings- en risicomangementbeginselen geeft het bestuur, de (extern) adviseur en de fiduciair beheerder een duidelijk raamwerk waaraan het advies moet voldoen. Het vastleggen van de fondsdoelstelling en de fondseigen beginselen vermindert de behoefte aan een countervailing power.
- Voorkomen is beter dan genezen:
 - Een bestuur heeft een bepaalde hoeveelheid tijd en kennis tot haar beschikking (ook wel eens het 'governancebudget' genoemd) en dient dit selectief in te zetten. Waar wil een bestuur dat budget aan besteden? Door bepaalde beleggingsproducten niet op te nemen of door bepaalde keuzes te vereenvoudigen is de behoefte aan een countervailing power kleiner.
 - Een realistische kijk op de totale structuur (bestuur, bestuursbureau en uitvoerder) helpt om te beoordelen wat de organisatie als geheel aankan qua tijd, kennis en kosten. Dit geldt voor elk fonds ongeacht de omvang.
 - Het is contraproductief om bij elk advies een countervailing power te organiseren. De effectiviteit van countervailing power neemt toe als vooraf wordt bepaald op welk type onderwerpen een countervailing power zeker gewenst is en wat het beoogde doel is.
- Een bestuur is 'in control' bij een combinatie van:
 - Processen: dit is het geheel van mandaten, afspraken, beginselen et cetera.
 - Personen: vertrouwen hebben in de mensen die het werk (de processen)

uitvoeren is essentieel, omdat processen nooit waterdicht zijn en een afwijking van een proces soms de beste keuze kan zijn.

- Organisatie: een opzet met duidelijke, inzichtelijke en passende rollen en verantwoordelijkheden van de verschillende gremia ligt aan de basis.
 - Cultuur: een gedeelde cultuur van het bestuur en de uitvoerder op essentiële onderdelen. Een bestuur heeft ook een taak om haar cultuur actief uit te dragen bij de uitvoerder. Dit raakt aan het vorige punt dat voorkomen beter is dan genezen.
- Het beschikbaar stellen en uitdragen van de fondseisen doelstelling en beginselen past bij de huidige tijdgeest van meer openheid van bestuur. Door in detail vast te leggen en uit te dragen hoe het fonds werkt, ontstaat een countervailing power.

2. Context

Het bestuur van een pensioenfonds heeft een uitdagende taak. Het is aangesteld om pensioengeld namens zijn deelnemers te beleggen om zo een goed pensioen te realiseren. Deze taak moet het uitvoeren in een wereld vol onzekerheden en risico's en vanuit een glazen huis. De wet geeft, onder meer via de prudent-person regel, eisen en voorwaarden waaraan moet worden voldaan. Nog steeds heeft een bestuur echter een aanzienlijke vrijheid om eigen keuzes te maken.

In de bestuurlijke context bestaan geen optimale keuzes. Elk besluit is een afweging van tegenstrijdige belangen en wordt gemaakt op basis van informatie die nooit volledig genoeg kan zijn. Een bestuur laat zich daarom bijstaan door adviseurs, soms intern (in de vorm van een eigen bestuursbureau) maar ook vaak extern (in de vorm van een fiduciair beheerder en consultants). Countervailing power moet selectief worden ingezet. Daardoor neemt de kracht van het instrument toe. Een bestuur dat selectief om een second opinion vraagt, weet blijkbaar een onderscheid in vraagstukken aan te brengen, hetgeen duidt op zelfkennis.

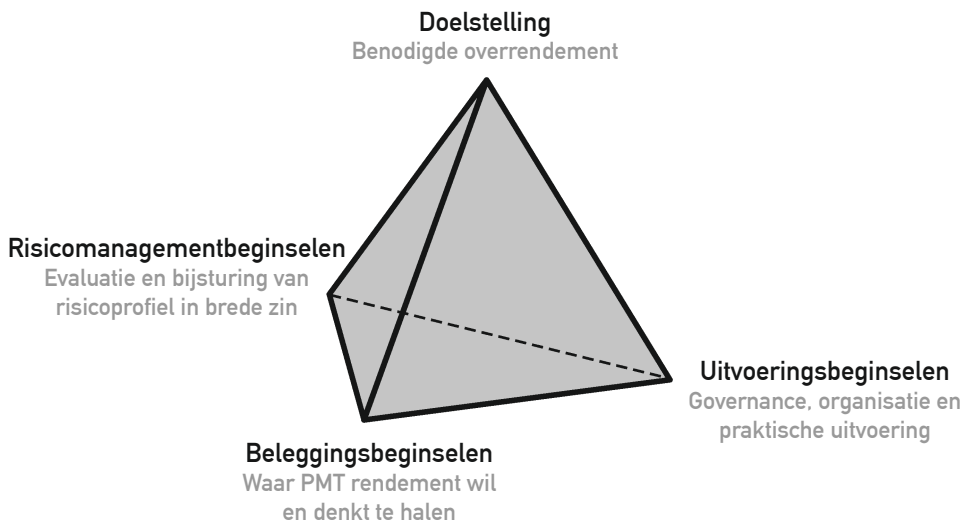
Een concretisering van de praktische uitwerking kan worden gegeven in de volgende beschrijving van de situatie van PMT en zijn fiduciair uitvoerder MN. Het geeft inzicht in enkele best practices specifiek gericht op de governancevraagstukken die ontstaan binnen het familiale uitbestedingsmodel. De meeste best practices laten zich overigens goed vertalen naar andere uitvoeringsmodellen en fondsen van een andere omvang, waardoor zij ook in andere organisatorische kaders goed toepasbaar zijn. Het belangrijkste advies aan een fonds, ongeacht de omvang of bestuursmodel, is: wees concreet over je doelstelling. Een concreet doel (PMT stuurt op een overrendement van 1,5%) stroomlijnt de hele keten van bestuur naar belegger en verbetert ook de kwaliteit van countervailing

power. Een bestuur zonder concreet doel zal frequent geconfronteerd worden met adviezen die onvoldoende aansluiten bij de bestuurlijke voorkeuren.

In onderstaande praktische onderdelen van een countervailing-powerraamwerk komt als rode draad naar voren dat allereerst gestreefd moet worden naar het voorkomen van vraagstukken waar een countervailing power nodig is. Daar waar lastige vraagstukken niet te voorkomen zijn, moeten ze expliciet benoemd worden. In de praktijk blijkt dit goed te werken.

2.1 Hoe kunnen vraagstukken waar een countervailing power gewenst is, worden voorkomen?

Een belangrijk middel hiervoor is het nieuwe strategische beleggingskader dat PMT in 2015 heeft opgesteld met vier elementen:



Figuur 1. Strategisch beleggingskader PMT

Om de doelstelling te realiseren wordt de manier waarop PMT belegt beschreven via drie typen beginselen:

- Beleggingsbeginselen: in de beleggingsbeginselen (ook wel *investment beliefs* genoemd) wordt vastgelegd waar een bestuur rendement wil en denkt te kunnen halen. Het zijn de overtuigingen die PMT hanteert over de werking van de economie en financiële markten.
- Uitvoeringsbeginselen: de uitvoeringsbeginselen (ook wel *policy beliefs* genoemd) leggen de governance, organisatie en praktische uitvoering van het beleggingsproces vast. Dit is een nieuw type beginselen die helpen om vraagstukken te voorkomen waarbij een countervailing power nodig is.

- Risicomanagementbeginselen: in de risicomanagementbeginselen wordt de werkwijze rond het evalueren en bijsturen van het risicoprofiel van de beleggingsportefeuille vastgelegd.

BRUG TUSSEN BESTUURDER EN BELEGGER

Een pensioenfondsbestuur is verantwoordelijk voor het beleggingsbeleid en maakt gebruik van beleggingsspecialisten voor advies en uitvoering. Hierdoor moeten twee werelden met een verschillende taal en cultuur met elkaar communiceren. Het bestuursbureau en de fiduciair beheerder hebben als taak beide werelden te verbinden. Het opstellen van een strategisch beleggingskader helpt om een brug te slaan tussen de overtuigingen van het bestuur en de belegger. Dat betekent dat de belegger in staat wordt gesteld om deze overtuigingen om te zetten in beleggingsinhoudelijke adviezen die zijn toegespitst op de PMT-situatie. Als een bestuur ervaart dat de beleggers dezelfde taal spreken en de bestuurscultuur aanvoelen, wordt de noodzaak om een countervailing power te gebruiken verkleind.

EEN GEPUBLICEERD KADER WERKT ALS COUNTERVAILING POWER

PMT publiceert het strategisch beleggingskader op de website. Deelnemers, maatschappelijke organisaties en pers kunnen lezen hoe PMT de beleggingsportefeuille inricht, wat het belangrijk vindt en waar het terughoudend in is. Een gepubliceerd kader werkt als een countervailing power. Dit gaat echter alleen op voor een kader dat voldoende uitgesproken is. Het is dan een grote stap voor een bestuur om af te wijken van het kader. Een niet gepubliceerd kader of beperkt gedetailleerd kader heeft deze louterende werking minder. Voorbeelden van elementen uit het kader zijn:

- **PMT is terughoudend met het gebruik van niet-lineaire derivaten.**
- **PMT heeft een voorkeur voor transparante, fysieke beleggingsproducten boven synthetische constructies en producten met ingebouwde hefboomwerking of belastingoptimalisatie.**
- **Proposities voor beleggingen in Nederland komen niet vanzelfsprekend in aanmerking vanwege de nieuwheid en beperkte omvang. De volgende vereisten gelden onverminderd:**
 - **De belegging moet qua kenmerken binnen een vermogenscluster passen**
 - **De verhouding tussen rendement en risico moet verdedigbaar zijn**
 - **De kwaliteit van de beheerder moet aan de gebruikelijke normen voldoen**
 - **De beheersbaarheid moet aan de gebruikelijke normen voldoen**
- **Omdat voorspelling van kortere termijn marktbewegingen geen geschikte basis vormt voor prudent beleggingsbeleid, ziet PMT af van tactisch beleid.**
- **Gebruik van default acties in de aansturing van de portefeuille: bij het overschrijden van een bandbreedte is de default actie om terug te bewegen naar het midden van de bandbreedte.¹**

1 Zie PMT 'Strategisch beleggingskader 2015-2020'.

BENOEMING VAN DE SAMENWERKING TUSSEN PMT EN MN

In een relatie tussen een bestuur en de uitvoerder is vertrouwen essentieel. Een bestuur heeft mede als taak een sfeer te creëren waarin afwijkende meningen een plek hebben. In een volledig zakelijke relatie waarbij te vaak een second opinion wordt gevraagd omwille van de countervailing power, neemt het vertrouwen af. Een te sterk aangezet countervailing-powermodel herbergt hierdoor een valkuil dat afwijkende meningen de bestuurstaafel niet bereiken. Hierdoor voelt een uitvoerder zich minder vrij om een impopulair standpunt, dat wel in het belang van het fonds is, naar voren te brengen. PMT kiest bewust voor een consensusmodel met MN. In het beleggingskader heeft PMT deze vorm van samenwerking met MN als volgt beschreven:

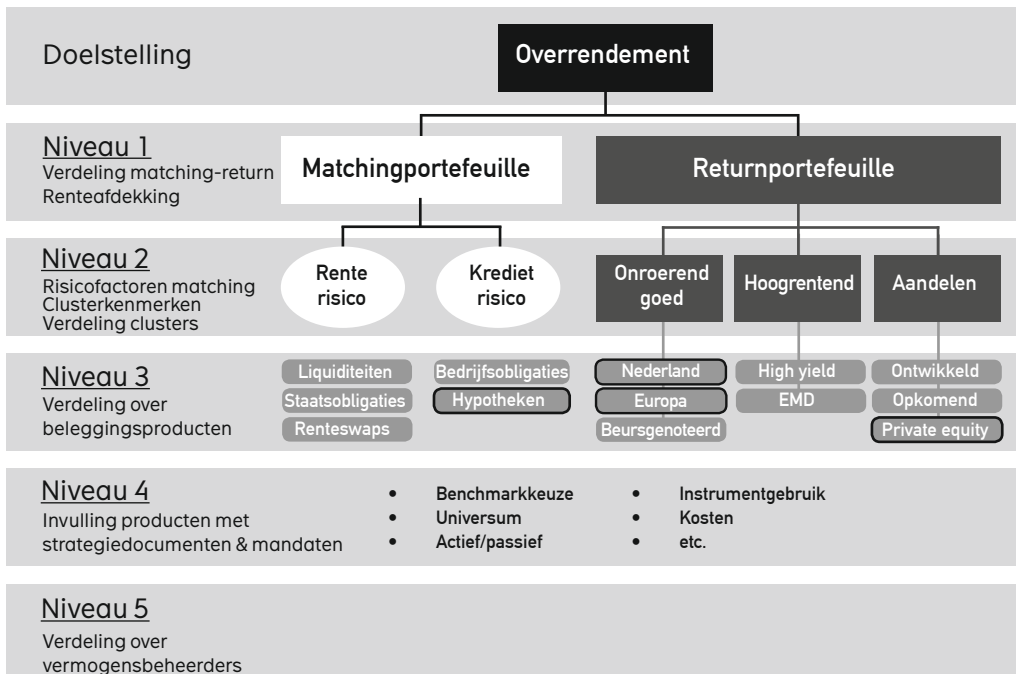
1. **Fiduciair beheerder**
PMT heeft MN aangesteld als fiduciair beheerder. PMT beschouwt MN als strategisch partner en hanteert in de relatie waar mogelijk het consensusmodel. Dit laat onverlet dat PMT eindverantwoordelijk en beslissend is.
2. **Fiduciair Platform PMT**
PMT heeft een Fiduciair Platform PMT (FPP) ingericht, dat bestaat uit medewerkers van het bestuursbureau van PMT en de unit Fiduciair Advies van MN. Het FPP fungeert als schakel tussen de Commissie Beleggingen (CBL) van PMT en MN. Het FPP bereidt de CBL-agendastukken voor.
3. **Aansluiting MN bij CBL**
De dienstverlening door MN is gebaat bij een brede kennis van PMT. Door de aanwezigheid van MN bij CBL-vergaderingen is het beter in staat notities op te stellen die aansluiten bij de belevingswereld van PMT.
4. **Onderzoek en ontwikkeling**
PMT beschouwt MN als de primaire partner op het gebied van onderzoek en ontwikkeling van kennis over beleggen in de pensioencontext. MN ontwikkelt en onderhoudt deze kennis doordat het actief is in financiële markten namens PMT, door de contacten met externe managers, door kennisuitwisseling met *peers* en de academische wereld en door eigen onderzoek.
5. **Breed contact met MN**
Om kennis beschikbaar te stellen voor de CBL onderhoudt PMT contact met een brede vertegenwoordiging van MN. Dit gebeurt ook om zo voeling te houden met de diverse disciplines van MN die een rol hebben in het beleggingsproces van PMT. Dit contact verloopt primair via het bestuursbureau en onder regie van de unit Fiduciair Advies van MN.
6. **Selectie en monitoring van vermogensbeheerders**
De selectie van vermogensbeheerders geschiedt altijd in het belang van de deelnemers van PMT. De keuze wordt primair gemaakt op basis van kwaliteit en verwacht financieel resultaat. Daarbij betekent financieel resultaat een zo goed mogelijk rendement bij een passend risico, na aftrek van kosten. Een zo goed mogelijk rendement is een rendement dat

past bij de gestelde doelstelling. Ook vermogensbeheerders bij MN zelf kunnen worden geselecteerd, dit heet intern beheer. De keuze voor een vermogensbeheerder kan onder geen beding gedreven zijn door de belangen van MN of zijn medewerkers. De CBL beslist over voorstellen tot intern beheer.

Het consensusmodel betekent in de praktijk dat het bestuursbureau en MN in gezamenlijk overleg een voorstel aan het bestuur of de beleggingscommissie voorleggen. Dit gebeurt via het zogenaamde Fiduciair Platform PMT. De combinatie van bestuurs sensitiviteit van het bestuursbureau en de kennis van beleggingsproducten en financiële markten van MN resulteert, volgens PMT, in een verbetering van de advisering. Een valkuil is dat in het streven naar consensus een afwijkende mening terzijde wordt geschoven, wat juist het doel is van countervailing power. Over speciale onderwerpen, zoals onderwerpen die MN direct raken in de uitvoering, onderwerpen waarover geen consensus kan worden bereikt of onderwerpen die anderszins een speciaal karakter hebben, geven het bestuursbureau en MN daarom afzonderlijk een advies aan het bestuur. In de praktijk werkt het consensusmodel goed voor PMT en MN.

2.2 Hoe kan voor lastige vraagstukken die niet te voorkomen zijn, de governance expliciet benoemd worden?

Binnen de beleggingsportefeuille maakt PMT onderscheid tussen vijf niveaus:



Illiquide beleggingen zijn zwart omrand

Figuur 2. Niveaus van de beleggingsportefeuille bij PMT.

In de governance rond de vijf niveaus zijn bewust de volgende elementen opgenomen om een countervailing power te waarborgen:

- PMT hanteert op het tweede niveau vermogensclusters. Deze clusters kennen elk een eigen doelstelling en kenmerken. Een beleggingsproduct op niveau drie kan alleen worden opgenomen wanneer dit voldoet aan de clusterkenmerken. De governance dwingt om een kritische toets op nieuwe beleggingsproducten uit te voeren: deze zullen alleen geaccepteerd worden wanneer deze binnen een cluster geplaatst kunnen worden. Door deze structuur expliciet te maken, wordt een te gemakkelijke opname van nieuwe gepresenteerde beleggingsproducten voorkomen.
- De productstrategieën en -mandaten worden door MN in opdracht van PMT opgesteld. De mandaten worden vervolgens door MN uitgevoerd onder andere door het selecteren van vermogensbeheerders. Deze werkwijze herbergt het risico van de slager die zijn eigen vlees keurt. Ook PMT onderkent deze valkuil. PMT kan strategiedocumenten (voor beleggingsproducten) en productmandaten die door MN zijn opgesteld extern laten toetsen en doet dat in de praktijk ook. In 2009 is PMT gestart met het opnieuw mandateren van alle beleggingsproducten in de portefeuille. In de eerste fase zijn de mandaten allemaal extern getoetst, omdat PMT zich wilde vergewissen dat de mandaten compleet en passend zijn bij een fonds als PMT. Vanaf 2015 zijn de eerste mandaten herijkt. PMT kiest er nu selectief voor om een mandaat extern te laten toetsen. Eenvoudige mandaten, waarbij een externe toetsing een paar jaar geleden geen noemenswaardige verbeteringen opleverde, worden nu niet extern getoetst. De externe toetsing is verschoven naar selectieve onderwerpen die op een bepaalde manier afwijkend zijn.
- PMT heeft de opdracht gegeven aan MN om binnen productmandaten externe managers aan te stellen conform de eisen die PMT aan managers stelt. Uitzonderingen gelden voor interne vermogensbeheerders bij MN, private equity, internationaal onroerend goed en direct Nederlands onroerend goed boven een grenswaarde: daarover beslist de Commissie Beleggingen van PMT. Omdat PMT zelf besluit over intern beheerde mandaten bij MN, wordt een belangrijke aanleiding om een countervailing power te hebben expliciet benoemd.

3. Debatten

De roep om een countervailing power is na de crisis van 2008/2009 luider geworden. Dit is hand in hand gegaan met de eis dat besturen ‘in control’ moeten zijn. De term countervailing power duidt op iets wat per definitie in onbalans zou zijn. In dit debat neemt de nuance gelukkig weer toe. Een bestuur kan niet alle details van de beleggingsportefeuille weten. Dit is ook niet per definitie effectief. Het bestuur moet wel passende kaders geven waarbinnen alle details moeten passen. Door kaderstellend te zijn houdt het bestuur de regie.

Het hebben van een countervailing power speelt op meerdere niveaus in de keten van bestuur tot uitvoering. Van oudsher hebben veel pensioenfondsen een beleggingscommissie. Deze structuur biedt al enige mate van countervailing power, mits de adviezen van een beleggingscommissie niet als hamerstukken worden gezien. Het opnemen van externe deskundigen is een manier om een countervailing power te bereiken. De voordelen hiervan zijn evident. Een bestuur krijgt toegang tot kennis en vaak werken externe deskundigen bij meerdere fondsen waardoor ‘best practices’ overgenomen kunnen worden. Een mogelijk nadeel van externe deskundigen, boven bijvoorbeeld bestuursleden die de beleggingscommissie vormen, is geldingsdrang. Een externe deskundige wordt immers betaald om een mening te geven. Een adviseur moet een balans vinden door kritisch te zijn op het juiste moment.

Discussies over countervailing power worden vaak in relatie met een uitvoeringsorganisatie gevoerd. Zeker de grote Nederlandse pensioenfondsen hebben relatief grote uitvoerders in vergelijking met het bestuur en hun bestuursbureaus. Dit model van ‘familiaire uitbesteding’ lijkt op het eerste gezicht het tegenoverstelde van countervailing power te zijn. Advisering en uitvoering zitten immers onder één dak. Goede afspraken over de rollen en verantwoordelijkheden van pensioenfonds en bestuursbureau enerzijds en uitvoerder anderzijds kunnen tegenstrijdige belangen voorkomen. Ook is een voldoende onafhankelijke besturing en rapportagelijijn van fiduciair management noodzakelijk.

4. Best practices

- Formuleer een heldere beleggingsdoelstelling en beschrijf hoe deze doelstelling bereikt kan worden via drie typen beginselen:
 - Beleggingsbeginselen: in de beleggingsbeginselen (ook wel *investment beliefs* genoemd) wordt vastgelegd waar een bestuur rendement wil en denkt te kunnen halen. Het zijn de overtuigingen die het fonds hanteert over de werking van de economie en financiële markten.
 - Uitvoeringsbeginselen: de uitvoeringsbeginselen (ook wel *policy beliefs* genoemd) leggen de governance, organisatie en praktische uitvoering van het beleggingsproces vast. Dit zijn tevens beginselen die helpen om vraagstukken te adresseren waarbij countervailing power nodig is.
 - Risicomanagementbeginselen: in de risicomanagementbeginselen wordt de werkwijze rond het evalueren en bijsturen van het risicoprofiel van de beleggingsportefeuille vastgelegd.
- Het opstellen van een strategisch beleggingskader helpt om een brug te slaan tussen de overtuigingen van het bestuur en de belegger. Wanneer zij dezelfde taal spreken komen zij eenvoudiger tot de gewenste resultaten.
- Publiceer het strategisch beleggingskader. Een gepubliceerd kader werkt als een countervailing power.
- Het uitschrijven van het beleggingsproces van 'grof naar fijn' en het daarbij beschrijven van rollen en verantwoordelijkheden van betrokken bestuurlijke entiteiten helpt om helderheid te verkrijgen over besluitvorming in elk onderdeel van het beleggingsproces en over de daarbij behorende countervailing power.

5. Meer lezen? Literatuur

Keith Ambachtsheer (2014), 'Fixing the pension governance deficit: taking the next step', *The Ambachtsheer Letter*.

Roland de Bruin en Jeroen Trip (2017), 'Interne governance van bestuurder naar belegger: Een gezamenlijk doel en heldere afspraken', *Financial Investigator*, 9(1), p. 32-34.

Inge van den Doel en Hein Stam (2016), 'Strategisch beleggingskader PMT: Beleggen met taal en techniek', *Pensioen Bestuur & Management Dossierreeks nummer 9: Pensioen Topics*, p.201-208.

Inge van den Doel, Jeroen Trip & Lars van Dort (2015), 'Brug tussen bestuur en belegger: het strategisch beleggingskader van Pensioenfonds Metaal en Techniek', *VBA Journaal* (123), p. 24-27.

James P. Hawley, Keith L. Johnson & Edward J. Waitzer (2011), 'Reclaiming Fiduciary Duty Balance', *Rotman International Journal of Pension Management*, Volume 4(2), p. 4-16.

Wouter Pelsler (2013), 'Current challenges for the fiduciary manager', *WorldPensionSummit*.

PMT, 'Strategisch beleggingskader PMT 2015-2020', te raadplegen op: www.bpmt.nl/beleggen/beleggingsbeleid.

Interview Steven Schuit (2015), 'Een 6,5 voor de pensioensector', *OMNI*, Q2.

Hein Stam & Jeroen Trip (2011), 'De veranderende rol van ALM in het besluitvormingsproces. Transparantie dankzij besluitvormingswaterval', *Pensioen Bestuur & Management*, 8(2), p 10-13.

Inge van den Doel

Dr. Inge van den Doel is sinds 1 oktober 2017 directeur van Pensioenfonds Metaal & Techniek (PMT). Daarvoor vervulde zij bij PMT vanaf 2012 de functie van Chief Investment Officer van het fonds. Van 2009 tot 2012 was Inge directeur van beroepsvereniging VBA Beleggingsprofessionals. Voor haar overstap naar de VBA bekleedde zij verschillende functies bij De Nederlandsche Bank, waaronder portfoliomanager en achtereenvolgens afdelingshoofd asset management, treasury, financiële stabiliteit en toezicht financiële conglomeraten. Inge is gepromoveerd aan het Tinbergen Instituut. In 2015 ontving zij de European Award CIO of the Year 2015 van het Institutional Investor Institute. In 2016 werd zij door hetzelfde instituut uitgeroepen tot European Pension Personality of the Year 2016.

1. GOVERNANCE



HOOFDSTUK 4

Hoe gedetailleerd moet ik als bestuurder het beleid vormgeven en kennis hebben van de details van de implementatie?

Hoe gedetailleerd moet ik als bestuurder het beleid vormgeven en kennis hebben van de details van de implementatie?

Jac. Kragt

1. Uitgangspunten

- Heeft uw pensioenfonds bedrijf XYZ in zijn beleggingsportefeuille? Welke voorwaarden stelt uw pensioenfonds bij waardeoverdrachten? Waarover en hoe communiceert u met deelnemers? Kunt u deze vragen beantwoorden? Dit hoofdstuk bespreekt de feitelijke kennis die redelijkerwijs nodig is om een pensioenfonds naar behoren te besturen.
- Het gaat hierbij om hoe gedetailleerd een bestuurder op de hoogte moet zijn van de feiten, niet zozeer om vaardigheden en competenties. Deze onderdelen van deskundigheid of geschiktheid zijn vaak behulpzaam om de details meester te zijn, zeker op deelgebieden. Hier hebben we het over alleen feitenkennis.
- Eisen aan de kennis waarover bestuurders van pensioenfondsen moeten beschikken zijn vastgelegd in een beleidsregel van DNB. Daaraan is invulling gegeven door de Pensioenfederatie. Daaruit is een goed beeld te halen over de breedte van onderwerpen waarin een bestuurder thuis moet zijn, maar welke mate van diepgang en detailkennis nodig zijn komt niet aan bod.
- Dit hoofdstuk gaat in op een aantal voorbeelden van vragen die een bestuurder tegenkomt in de dagelijkse praktijk. De voorbeeldvragen worden beantwoord, waarbij enige achtergrond wordt gegeven over de kennis die in het specifieke geval bij een bestuurder verwacht mag worden. Daarbij vormen de eis van integere en beheerste bedrijfsvoering en het *prudent person* principe het uitgangspunt.

2. Context: Beleidsregel geschiktheid 2012 en de Pensioenfederatie

Laten we om te beginnen in ogenschouw nemen wat er is vastgelegd op het gebied van kennis onder bestuurders van pensioenfondsen. In de ‘Beleidsregel geschiktheid 2012’¹ omschrijven toezichthouders DNB en AFM geschiktheid als bestaande uit kennis, vaardigheden en professioneel gedrag. Wat betreft kennis gaat de beleidsregel niet verder dan een globale definitie: ‘Kennis gaat over wat iemand weet en welke inhoudelijke inzichten hij of zij heeft verworven (het “wat”).’² Op zich is een definiëring op grote hoogte consistent met het uitgangspunt dat het toezicht is gebaseerd op principes. Voor de praktiserend bestuurder en daarmee de vraagstelling in dit hoofdstuk is dat echter niet erg behulpzaam.

Volgens de beleidsregel moet geschiktheid wel worden aangetoond, zodanig dat het kan worden getoetst. Dat komt wat betreft feitenkennis neer op het overleggen van diploma’s en een cv met daarin relevante werkervaring.³ In de praktijk gaat DNB in toetsingsgesprekken natuurlijk verder. Op gebieden waar een mogelijke lacune zit wil DNB meestal gerustgesteld worden.

De beleidsregel behandelt vaardigheden en competenties uitvoeriger dan kennis. Die nadruk komt voort uit het idee dat het onder bestuurders van financiële instellingen in de breedte vooral daaraan schortte in de aanloop naar de financiële crisis van 2008/09. In de toelichting op de beleidsregel wordt de beschrijving van kennis iets verder uitgediept, maar ook hierin is nog geen duidelijk antwoord te vinden op de vraagstelling.

In 2016 heeft DNB hierin voorzien met de ‘Guidance normenkader beleggingskennis’. Hierin is allereerst een te verwachten kennisniveau geformuleerd al naar gelang dat past bij de verschillende rollen die bestuurders en andere beleidsbepalers in een pensioenfonds vervullen bij het beleggingsbeleid. Vervolgens is een behoorlijk aantal vragen opgenomen om te illustreren wat wordt bedoeld met de verschillende kennisniveaus. Daar gaan we in dit hoofdstuk verder op in.

1 Staatscourant nr. 1354, 3 juli 2012.

2 Ibid. p 13.

3 Vaak volstaat slechts twee jaar werkervaring. De kennis moet tot maximaal vijf jaar eerder zijn opgedaan.

Beleggingen is maar één van de kennisgebieden die DNB onderscheidt, de andere kennisgebieden zijn minder nauwkeurig toegelicht. De Pensioenfederatie gaat echter verder door in de *Handreiking Geschied Pensioenfondsbestuur* een volledig overzicht te bieden. De handreiking behandelt per kennisgebied tientallen onderwerpen waarvan bestuurders kennis dienen te hebben.⁴ Daarmee is het overzicht zodanig uitgesplitst dat er al een zeker kennisniveau aanwezig is wanneer een bestuurder de definitie van de onderwerpen kent en de samenhang ertussen kan benoemen.

UIT DE BELEIDSREGEL GESCHIKTHEID 2012:

Pensioenregelingen zijn onderdeel van arbeidsvoorwaarden. De wet- en regelgeving hierover is uitgebreider dan die over producten van financiële ondernemingen. Van de beleidsbepaler bij (beroeps)pensioenfonds mag verwacht worden dat deze kennis heeft van de arbeidsvoorwaardelijke kant van pensioenen.

Daarnaast is het pensioen een financieel product. Daarom moet de beleidsbepaler beschikken over voldoende kennis om vermogensbeheer, premiestelling en (her)verzekeringen en de relevante wet- en regelgeving op deze gebieden voldoende te doorgronden.

De beleidsbepaler zorgt ervoor dat hij of zij de eigen pensioenregeling en de financiële aspecten daarvan begrijpt en dat hij of zij voldoende bekend is met de relevante wet- en regelgeving. Tegelijkertijd moet de beleidsbepaler zich ervan overtuigen dat de kennis over de pensioenregeling en het pensioenrecht voldoende aanwezig is en blijft in de rest van de organisatie, en eventueel in de organisatie waaraan werkzaamheden zijn uitbesteed.

Ook moet de beleidsbepaler verstand hebben van uitbesteding. Veel pensioenfonds besteden zaken als vermogensbeheer en administratie uit aan derde partijen. Het is belangrijk dat de beleidsbepalers 'in control' zijn over de verrichtingen van die partijen. Dit vergt van hen onder meer kennis van de producten van die derde partijen zodat de beleidsbepalers zelfstandig, dus zonder beïnvloeding door de derde partij, kunnen beoordelen of die producten in het belang zijn van het pensioenfonds en de belanghebbenden.

⁴ Zie onder services, publicaties, servicedocumenten op www.pensioenfederatie.nl.

Invulling met principes

Waar leidt dit toe voor de individuele bestuurder? Toezichhouders kleuren het begrip ‘kennis’ immers niet nauwkeurig en, zoals gezegd, dat is in lijn met hun beleid. Er is slechts terug te grijpen op de principes van het gezond verstand, die ook in de wetgeving zijn vastgelegd: een pensioenfonds richt zijn organisatie zodanig in dat integere en beheerste bedrijfsvoering is gewaarborgd, en gedraagt zich als een prudent person. Deze principes zijn behulpzaam, omdat zij een basis geven voor wenselijk gedrag en voor de wijze van bedrijfsvoering en daarmee, zij het indirect, voor de daartoe benodigde kennis. De gedachte bij het prudent person principe is bijvoorbeeld dat een bestuurder andermans belangen behartigt en vermogen beheert *zoals iemand die met prudentie, discretie en intelligentie voor zichzelf optreedt*.⁵ Dat impliceert dat iemand die niet voldoende kennis heeft op een bepaald gebied om voor zijn eigen zaken op te komen dat als bestuurder ook niet voor zijn pensioenfonds behoort te doen.

DE ZEVEN KENNISGEBIEDEN⁶

1. Het besturen van een pensioenfonds/organisatie
2. Relevante wet- en regelgeving
3. Pensioenregelingen en pensioensoorten
4. Financiële aspecten
 - a. Actuariële aspecten en financiering
 - b. Beleggingsbeleid en vermogensbeheer
 - c. Verslaggeving
 - d. Balansmanagement
 - e. Herverzekering
5. Administratieve Organisatie en Interne Controle
6. Communicatie
7. Uitbesteding

Toch moet deze benadering niet worden gezien als een poging ‘slechts’ aan de wettelijke eisen te voldoen. Zeker zo belangrijk is immers het eigen gezond verstand bij het runnen van een pensioenfonds. Wat vindt een bestuur zelf dat nodig is om aan kennis aan boord te hebben? Met andere woorden, een pensioenfondsbestuur behoort deze twee principes ook op dit gebied uit eigen beweging na te streven. De vraag te bezien vanuit het bestuur zelf geeft weliswaar niet direct een scherp omschreven antwoord, maar helpt wel om in te zoomen.

5 De origine van de rechtspraak over dit onderwerp is Harvard College and Massachusetts General v. Francis Amory, 1823. Het gecursiveerde tekstdeel is een vrije vertaling daaruit.

6 Zoals weergegeven in bijlage 9 bij de ‘Handreiking geschikt pensioenfondsbestuur’ van de Pensioenfederatie.

Beleggingskennis

Eén van de kennisgebieden vraagt specifiek om aandacht: beleggingsbeleid en vermogensbeheer. DNB licht in de 'Guidance normenkader beleggingskennis' toe welke kennis van bestuurders en andere beleidsbepalers op dat gebied wordt verwacht, onderscheid makend naar de rol die iemand speelt binnen het pensioenfonds. In reactie hierop beschrijft ook de Pensioenfederatie de deskundigheidsniveaus voor alle kennisgebieden in meer detail. De volgende tabel is bedoeld om hier een overzicht van te geven.

DNB Guidance	Pensioenfederatie Handreiking	Bedoeld voor
Basisniveau	A	Algemeen bestuurder
Verdiepingsniveau	B en B+	Bestuurder, lid van de beleggingsadviescommissie
Ervaringsniveau	E	(Externe) Expert-bestuurder

In dit hoofdstuk over pensioen kennis gaat het te ver om exact te beschrijven voor welke rol welk niveau van beleggingskennis van toepassing is. De omstandigheden van het fonds, de complexiteit van zijn beleggingsportefeuille en de algehele samenstelling van het bestuur zijn daarin mede bepalend. Het is aan te bevelen hiervoor beide documenten door te nemen.

Wat betreft de expert-bestuurder zijn er echter enkele belangrijke punten te noemen:

1. De expert heeft langjarige praktijkervaring met beleggingen. Daarmee wordt bedoeld dat hij/zij zelf ervaring heeft met transacties dan wel verantwoordelijk is (geweest) voor de uitvoering van beleggingsbeslissingen.
2. DNB verwacht dat minstens één expert-bestuurder in de beleggingsadviescommissie (BAC) plaatsneemt.
3. Het B+-niveau in de Handreiking is bedoeld voor situaties waarin er in de BAC geen expert-bestuurder aanwezig is. Dat kan zich bijvoorbeeld voordoen wanneer experts als adviseurs voldoende zijn ingebed in de BAC en het fonds complexiteit vermijdt.
4. De voorzitter van de BAC is bij voorkeur een expert.

3. Debatten: voorbeeldvragen

Het vervolg van dit hoofdstuk gaat verder met praktijkvoorbeelden. Er is eerst onderscheid te maken naar type bestuurders. Van degenen die een specifiek aandachtsgebied hebben mag meer worden verwacht. Dat betreft bestuurders die bijvoorbeeld lid zijn van een commissie. Zij zien onderwerpen voorbijkomen die inhoudelijk zijn op een deelgebied. Het ligt voor de hand dat deze bestuurders zich daarop specialiseren. Sommige fondsen werken met referentschappen, waarbij één of meer bestuurders voorbereidend werk door bestuursbureau en uitvoerder coördineren en vooraf inhoudelijk beoordelen en bijsturen. Met andere woorden, zij doen het werk dat vaak in commissies wordt gedaan, zonder het verband van een commissie. Dat neemt niet weg dat de vraag die boven dit hoofdstuk staat is gesteld ten behoeve van iedere individuele bestuurder. De vragen en antwoorden die hier volgen zijn dan ook bedoeld voor diegene met een algemeen profiel of aandachtsgebied.

Hoe gedetailleerd dient een bestuurder (A) het beleid vorm te geven en (B) kennis te hebben van implementatie? De twee principes integrale en beheerste bedrijfsvoering en prudent person vormen een basis van waaruit ieder bestuur denkt. Dat gegeven biedt de volgende invalshoek: is er voldoende kennis om aan beide principes te voldoen, ook in het geval van concrete vraagstukken? De zeven deskundigheidsgebieden die DNB heeft geformuleerd zijn niet allemaal even zinvol voor een bespreking over de mate van detail waarover een bestuurder beschikt. De vragen hieronder spitsen zich toe op de kennisgebieden pensioenregeling, financiële aspecten, communicatie en uitbesteding. Per onderwerp komt een voorbeeld aan bod.

A. Vormgeven van beleid

1. De pensioenregeling

In hoeverre schaadt een voorstel om de pensioeningangsdatum (verder) te flexibiliseren de solidariteit binnen een (DB) pensioenregeling?

Basiskennis: een bestuurder weet dat zijn DB-fonds selectierisico's loopt door calculerend gedrag onder zijn deelnemers. Een deelnemer met een korte levensverwachting heeft meer neiging om zijn pensioen eerder te laten ingaan dan iemand met een lange levensverwachting. Hoe meer ruimte daarvoor bestaat, hoe groter die neiging. Beleid mag evenwichtigheid niet in de weg staan. Redelijk antwoord: op basis van onderzoek is bekend in hoeverre het risico van zelfselectie speelt binnen het fondsbestand. Daarmee maken we een evenwichtige

afweging tussen de wens onder deelnemers tot flexibilisering en de mate van zelfselectie.

2. Financiële aspecten⁷

Welke mate van liquiditeitsrisico is aanvaardbaar bij de valuta-indekking van de beleggingsportefeuille?

Basiskennis: een bestuurder weet dat valutarisico's worden ingedekt met producten waaraan plotselinge liquiditeitsbehoeften vastzitten. Daarbij hoort een beeld van de marktbewegingen die daarvoor verantwoordelijk kunnen zijn. Dat geldt ook voor de bronnen waaruit liquiditeitsbehoefte kan worden voldaan. Verder is bekend dat de verhouding tussen potentiële behoefte en bronnen moet worden gemonitord en geborgd. Kennis van die producten zelf of de contracten waaronder zij worden afgesloten is niet nodig.

Redelijk antwoord: het fonds dient te allen tijde te beschikken over voldoende liquiditeit om marktverplichtingen na te komen. Wanneer wij zien dat de verhouding tussen beschikbare en benodigde liquiditeit onder een bepaald historisch verantwoord niveau komt, dan trekken we die verhouding weer recht door minder in te dekken, of meer liquiditeit vrij te maken. In onzekere markten rekken we de veiligheidsmarges op.

3. Communicatie

Hoe worden de kernboodschappen van het fonds naar de deelnemers gebracht?

Basiskennis: een bestuurder kent de 'harde' wettelijke verplichtingen zoals de start- en stopbrieven, de UPO enzovoort. Verder is bekend dat de AFM eisen stelt aan het niveau van communicatie. Ten slotte is een bestuurder op de hoogte van het instrumentarium van sociale media, internet en papier, met een globaal beeld van de kosten daarvan.

Redelijk antwoord: dankzij enquêtes onder deelnemers hebben wij een goed beeld van de informatiebehoefte van deelnemers, inclusief over de media waarnaar de voorkeur uitgaat. Wij voorzien in die behoefte. De kernboodschappen gaan zoveel mogelijk langs dezelfde media naar de deelnemers. Voor toelichting op maat is een apart loket beschikbaar.

4. Uitbesteding

Wordt de ALM-analyse uitbesteed?

Basiskennis: bij uitbesteding verleg je wel het werk, maar niet de verantwoordelijkheid. Er is een vergelijking tussen de kwaliteitseisen en bijbehorende kosten van hetgeen een fonds kan leveren en wat derde partijen kunnen bieden. De besluitvorming in het vervolg verloopt zorgvuldig en omvat

⁷ Vooral de DNB Guidance geeft concreet weer welke vragen een bestuurder dient te kunnen beantwoorden over beleggingen.

de uitspraak dat verantwoordelijkheid genomen kan blijven worden. Redelijk antwoord: ja. Het fonds beschikt niet zelf over de capaciteit om de ALM-analyse in huis te doen. Daarbij volgen wij met regelmaat een nieuwe aanbesteding, met daarin voldoende uitdaging voor de zittende partij. Ook wisselen wij van partij volgens een vastgestelde regel. De kwaliteitseisen laten we toetsen.

B. Kennis van details in implementatie

1. De pensioenregeling

Wordt de kostendekkende premie juist berekend?

Basiskennis: de elementen van de kostendekkende premie zijn bekend, inclusief die van het dempingmechanisme. De berekening zelf wordt door de actuarissen uitgevoerd en getoetst door een externe actuaaris. Daarbij worden de regeling en de wetgeving toegepast.

Redelijk antwoord: wij beoordelen wijzigingen in de premie en volgen de logica daarvan in het licht van de regeling en het verloop van het deelnemersbestand. Wanneer deze niet uit zichzelf verklaarbaar zijn en een toelichting niet afdoende is, laten wij de berekening toetsen.

2. Financiële aspecten⁸

Waarom heeft u termijncontracten op grondstoffen in de portefeuille – die leveren toch geen rendement op?

Basiskennis: een bestuurder moet de principes kennen achter de totstandkoming van de assetmix en ook de redenen om bepaalde instrumenten in te zetten. De voordelen van diversificatie worden daar altijd in betrokken.

Redelijk antwoord: grondstoffen reduceren het risico op balansniveau, bijvoorbeeld het inflatierisico. Dat is ons meer waard dan het verwachte rendement dat we er eventueel mee opgeven. We doen dat met termijncontracten, omdat die veel hanteerbaarder zijn dan fysieke grondstoffen zoals olietankers.

3. Communicatie

Moeten we via social media met deelnemers communiceren?

Basiskennis: zie ‘vormgeven van het beleid’: het fonds houdt regelmatig enquêtes onder deelnemers, ook over de media die de voorkeur hebben.

Redelijk antwoord: wij hanteren doelstellingen over de bekendheid onder deelnemers van onderwerpen zoals de ingangsdatum, de loketten voor informatie en andere feitelijkheden, maar ook over het vertrouwen in het fonds. De rapportages hierover bespreken wij in het licht van het communicatiebeleid en de

8 Vooral de DNB Guidance geeft concreet weer welke vragen een bestuurder dient te kunnen beantwoorden over beleggingen.

minimumafspraken die we hierover hebben gemaakt. Wanneer blijkt dat social media het fonds dichter bij zijn communicatiedoelstellingen brengt passen we het toe.

4. Uitbesteding

Hoe is ervoor gezorgd dat de uitvoerder niet belegt in bedrijven die op de uitsluitingslijst staan?

Basiskennis: de redenen waarom bedrijven op de uitsluitingslijst komen, de locatie van de lijst, en het feit dat uitvoerders dienen te borgen dat deze wordt gehandhaafd is bekend. Non-compliance moet als ‘incident’ worden gerapporteerd. Verder weet een bestuurder dat het fonds regelmatig (due diligence) bezoeken aflegt bij de uitvoerder en altijd om verantwoording kan vragen.

Redelijk antwoord: als regel is het niet mogelijk dat de uitvoerder uitgesloten bedrijven in de portefeuille opneemt, operationele fouten door de uitvoerder daargelaten. De portefeuille wordt van tijd tot tijd doorlopen om hierop te checken. Ook vragen wij de uitvoerder om het eigen controleproces dat dit moet voorkomen aan ons te laten zien.

Deze voorbeelden leveren een beeld op van de mate van detailkennis waarmee een verstandig opererende bestuurder kan werken. De twee principes *prudent person* en *in control* zijn niet stuk voor stuk behandeld bij de vragen zelf, maar het is na te gaan dat in de beantwoording aan beide is voldaan. Meer detailkennis verbetert dat niet wezenlijk. Een bestuurder met veel actuariële kennis kan bijvoorbeeld de implementatievraag over de kostendekkende premie wellicht met meer inhoud beantwoorden. Het gegeven antwoord bevat echter een procesbenadering die volstaat zowel voor de vraag of het bestuur *in control* is als voor de vraag of het handelt als een prudent person. Van de andere kant kan een bestuurder niet minder kennis hebben dan blijkt uit de beantwoording. Een bestuurder die bijvoorbeeld de vraag over de grondstoffen niet langs de gegeven lijn kan beantwoorden, weet niet of een prudent person erin zou beleggen.

4. Best practices

- Kan een bestuurder te veel detailkennis hebben? Nee, natuurlijk is er nooit te veel kennis in de letterlijke zin van het woord. Een bestuurder die op een deelgebied met kop en schouders boven de rest uitsteekt moet echter wel opletten op een paar zaken. Het is van belang ervoor open te blijven staan dat niet iedereen dezelfde afweging zal maken, ook al vindt hij die van zichzelf nog zo evident. Een uitweg hiervoor is door te praten totdat het verschil van inzicht niet op een kennisverschil is terug te voeren. Verder moet hij de neiging beperken om te diep

de implementatie in te duiken en anderen daarbij voor de voeten te lopen. Zodra dat eerder regel dan uitzondering wordt is er iets aan de hand.

- Een bestuurder heeft te weinig detailkennis wanneer hij zich voelt alsof hij op bezoek is bij de huisarts, maar niet tot een gesprek komt. Dat kan gebeuren wanneer hij zich wellicht nog zo goed heeft ingelezen over de klachten, en toch het overzicht kwijtraakt wanneer de arts aan het woord is. Een bestuurder hoeft zelf geen arts te zijn, maar moet wel als gelijke met hem kunnen praten en behoort de diagnoseruimte met bevredigd gevoel te verlaten. Als dit niet lukt doet de bestuurder er goed aan na te gaan of dit komt door een tekort aan kennis en deze indien nodig op te halen.
- Al is zeer gedetailleerde kennis vaak niet nodig, een bestuurder moet wel weten hoe hij vlot aan feitelijke informatie kan komen. Verantwoordelijkheid strekt natuurlijk uit tot casuïstiek, en er kan altijd iets aan de hand zijn met deelnemers of de beleggingsportefeuille dat actie vereist. Vlotte toegang tot informatie is dan belangrijk en het loont om dit zo nu en dan te testen.
- Als collectief moet het bestuur voldoende kennis hebben om de kwaliteiten en diensten van de uitvoerder op waarde en risico's te schatten. Wat zijn dan de eisen die een individuele bestuurder behoort te hebben? Hierbij speelt vooral het principe van integere en beheerste bedrijfsvoering. Het bestuur is in control van de processen waarvoor het verantwoordelijk is wanneer de uitvoerder in control is. Dat brengt met zich mee dat uitvoerders daarop kunnen worden gechallenged, hetgeen op zijn beurt inhoudelijke kennis vraagt. Dit uitdagen van de uitvoerder kan het beste worden gedaan door mensen met praktijkervaring, zoals een expert-bestuurder.
- Ten slotte is het besef van het eigen kennisniveau van groot belang. Iemand die van zichzelf weet dat hij alleen van het minimum op de hoogte is van een onderwerp dat voorbijkomt, doet er goed aan om te bezien of het bestuur gezamenlijk wél sterk staat. Mocht dat niet het geval zijn, dan moet dat op tafel komen. Het is geen probleem om de eigen kennis te onderschatten, maar het overschatten van de eigen kennis en kunde kan slecht uitpakken. Het is goed dat in het bestuur zo uit te spreken om in een constructieve sfeer te debatteren.

Waar moeten bestuurders van pensioenfondsen precies kennis van hebben? Een eenduidig antwoord is niet te geven, kennis over pensioenen is niet nauwkeurig te omschrijven; het moet hoog genoeg zijn om integer en beheerst andermans pensioen te beheren. Een goed verstaander hiervan komt daar echter verder mee dan wellicht op het eerste gezicht lijkt.

5. Meer lezen? Literatuur

De Nederlandsche Bank (2012), 'Beleidsregel geschiktheid 2012', *Staatscourant* nr. 13564. Raadpleegbaar op www.toezicht.dnb.nl.

De Nederlandsche Bank (2016), 'Verwacht niveau beleggingskennis bestuurders normenkader. Guidance normenkader beleggingskennis'. Raadpleegbaar op www.dnb.nl

Pensioenfederatie (2017), *Handreiking geschikt pensioenfondsbestuur*. Raadpleegbaar op www.pensioenfederatie.nl.

Octavius Pickering (1831) 'Harvard College and Massachusetts General versus Francis Amory', *Reports of cases argued and determined in the supreme judicial court of massachusetts* Volume 9. Boston: Hilliard, Gray, Little and Wilkins, p. 446-465.

Jac. Kragt

Dr. Jac. Kragt is toezichthouder bij enkele pensioenfondsen. Daarnaast is hij verbonden aan de Universiteit van Tilburg en doet hij onderzoek naar dividendverwachtingen. Op dit onderwerp is hij begin 2018 gepromoveerd. Ook eerder in zijn loopbaan was Jac. veel bij pensioenen betrokken. Hij was bestuurder van het ABP en van het Rabobank Pensioenfonds. Bij PGGM vervulde hij de rol van Chief Risk Officer en Chief Investment Officer. Na zijn studie economie werkte Jac. bij ABN AMRO en Rabobank, hoofdzakelijk in kapitaalmarkten, onder meer in Parijs en Londen.

2. BALANS- RISICOMANAGEMENT

Alfred Slager

Prof dr. Alfred Slager RBA is hoogleraar Pension Fund Management bij TIAS School for Business and Society, aan de Universiteit van Tilburg. Daarnaast is hij bestuurder bij Pensioenfonds voor Huisartsen, en vice-voorzitter van de CFA Society VBA Netherlands. Hij werkte eerder bij Fortis Investments als vermogensbeheerder, was beleggingsstrateeg en beleidsadviseur bij PGGM en Chief Investment Officer bij Stork Pensioenfonds. Zijn onderzoek richt zich op institutioneel vermogensbeheer, de inrichting en de governance van balans- en beleggingsprocessen van pensioenfondsen en institutionele beleggers.

2.BALANSRISICOMANAGEMENT

**Kan je als bestuurder
echt sturen op risico?**

HOOFDSTUK 5



Kan je als bestuurder echt sturen op risico?

Loranne van Lieshout, Sacha van Hoogdalem, Eric Mathijssen

1. Uitgangspunten voor sturen op risico

- Sinds het verschijnen van het rapport Frijns en zeker na de kredietcrisis zijn pensioenfondsen en toezichthouders flink aan de slag gegaan om het risicomanagement van pensioenfondsen fors te verbeteren. Na de kredietcrisis is een veelheid aan artikelen en boeken met analyses en oplossingsrichtingen gepubliceerd.¹ Heeft dit geleid tot een betere vaststelling van de risicohouding? Zijn pensioenfondsen nu ook in staat om te sturen op risico's? In dit hoofdstuk worden hier handvatten voor aangereikt.
- Risico kan niet los worden gezien van rendement. Het zijn twee zijden van dezelfde medaille. De oorspronkelijke betekenis van risico is dan ook 'durven'. Om een van zijn belangrijkste doelen – een reële pensioenambitie – te kunnen waarmaken, zal een pensioenfonds risico moeten durven nemen. Deze risico's moeten uiteraard geborgd zijn bij de achterban.
- Goed risicomanagement is pas mogelijk als de belangrijkste uitgangspunten en principes van het pensioenfonds bekend zijn, de taken en verantwoordelijkheden van verschillende partijen helder zijn en er een open en proactieve cultuur in de pensioenfondsorganisatie is.

2. Context

2.1 Het risicomanagementproces

Het woord 'risico' werd al in de zestiende eeuw gebruikt, met als betekenis 'voordeel' of 'geluk'. Pas een eeuw later werd risico gerelateerd aan de kansen op en gevolgen van slecht geluk. Voor pensioenfondsen kan slecht geluk optreden door bijvoorbeeld lage beleggingsrendementen of doordat deelnemers langer leven dan verwacht. Door het optreden van deze gebeurtenissen kan de doelstelling van het pensioenfonds – het bieden

¹ Zie bijvoorbeeld het overzichtsartikel van Andrew Lo (2012).

van een goed pensioen tegen aanvaardbare kosten – in gevaar komen. Risicomanagement wordt gedefinieerd als het onderkennen welke risico's relevant zijn (risico-identificatie) en het treffen van beheersmaatregelen in geval de verwachte of onverwachte risico's zich voordoen. Voor pensioenfondsen is het van groot belang om niet alleen te focussen op de risico's die zoveel mogelijk vermeden moeten worden, de niet beloonde risico's, maar ook op de risico's die doelbewust worden genomen om de doelstellingen van de eindklanten te kunnen verwezenlijken, de beloonde risico's.

2.2 Risicomanagement binnen het beleggingsproces

Het vervolg van dit hoofdstuk richt zich op het risicomanagement dat zich afspeelt op het niveau van het bestuur van het pensioenfonds. Dit noemen we strategisch risicomanagement. Het strategische risicoprofiel wordt grotendeels bepaald door de strategische assetallocatie, de ALM-mix. Hierbij moet de assetmix worden gezien in combinatie met de verplichtingenstructuur en de dekkingsgraad van het pensioenfonds. Pensioenfondsen met een identieke assetmix kunnen immers toch een ander risicoprofiel hebben, omdat ze verschillen in opbouw van het deelnemersbestand of de dekkingsgraad. Zo zal een fonds met veel jonge deelnemers gevoeliger zijn voor renteveranderingen dan een oud fonds.

Risicomanagement speelt ook op lagere niveaus van het beleggingsproces een belangrijke rol. Het beleggingsproces van pensioenfondsen kent verschillende fasen:

- de vaststelling van de strategische assetallocatie;
- de portefeuilleconstructiefase inclusief suballocaties en benchmarkselectie;
- de managerselectie;
- de securityselectie.

In elke fase wordt de portefeuille in meer detail vastgesteld. Het risicomanagement dient aan te sluiten bij deze gelaagdheid van het beleggingsproces. Onderdeel van de risicobeheersmaatregelen is dat bij de doorvertaling van de strategische doelen in een daadwerkelijke beleggingsportefeuille limieten worden geformuleerd en vastgelegd in restricties of mandaten. Dit noemen we integraal risicomanagement. Risico's worden niet op zichzelf bekeken, maar in de totale context van het pensioenfonds.

2.3 Policy beliefs

Sturen op risico is alleen zinvol als het bestuur een antwoord heeft gegeven op een aantal fundamentele vragen. Deze antwoorden worden ook wel de 'beliefs' van het pensioenfonds genoemd. In het rapport 'Kijken in de spiegel' van de werkgroep Integriteit en Pensioenen worden de 'policy beliefs' geïntroduceerd, die ijkpunten bieden voor het handelen. Voorbeelden van policy beliefs zijn 'het opbouwen van buffers prevaleert boven het uitdelen van overschotten' en 'de kosten van toenemende levensverwachting

worden door de betreffende generatie opgevangen'. Policy beliefs doen een uitspraak over de uitruil tussen de drie fundamentele pijlers van het pensioencontract: ambitie, kosten en risico. De ambitie geeft aan welk niveau van pensioenen wordt nagestreefd, bijvoorbeeld een niveau dat overeenkomt met 70% middelloon. De kosten geven aan welke premie men bereid is hiervoor te betalen. Het risico geeft aan wat het risico is dat de verschillende belanghebbenden kunnen en willen dragen. De drie pijlers vormen een samenhangend geheel: als een van de drie pijlers wijzigt, moet een andere pijler ook wijzigen. Een verhoging van de ambitie kan bijvoorbeeld alleen bereikt worden via een hogere kostprijs of een hoger risicoprofiel. Adequaat risicomanagement houdt onder andere in dat risico's in het beleggingsbeleid overeenstemmen met de risicohouding van de belanghebbenden. Dit kan ook als policy belief benoemd worden. Via het nieuwe Financieel Toetsingskader is het begrip policy belief nu ook wettelijk vastgelegd met de term 'beleidsuitgangspunten'. Pensioenfondsen moeten hun beleggingsbeleid afstemmen op de beleidsuitgangspunten, waaronder de risicohouding.

2.4 Korte versus lange termijn

Als onderdeel van de policy beliefs is ook een uitspraak nodig over de mate waarin het pensioenfonds bereid is om een deel van de langetermijnambitie op te geven om kortetermijnrisico's te verminderen. Immers, als het pensioenfonds – door wat voor omstandigheden dan ook – in een situatie is terechtgekomen dat de feitelijke risico's hoger zijn dan de vooraf afgesproken risicohouding, is er bijsturing nodig via een van de drie fundamentele pijlers van het pensioenfonds. Ervan uitgaande dat bijsturing via de premie niet mogelijk is vanwege de wens om de premie te stabiliseren en dat dit bovendien waarschijnlijk weinig oplevert vanwege de botheid van het premie-instrument, moet ofwel de ambitie worden verlaagd, ofwel het risico verhoogd. Als een pensioenfonds niet bereid is om de ambitie te verlagen om hiermee weer aan te sluiten bij de risicohouding, zal een hogere kans op het verlagen van de nominale rechten geaccepteerd moeten worden. In dit geval houdt het risicomanagementbelief dus in dat de risicohouding meebeweegt met de financiële situatie van het fonds.

Op basis van bovenstaande beliefs kunnen pensioenfondsen ingedeeld worden in verschillende typen. Bijvoorbeeld het kortetermijnrisicomanagement gedreven pensioenfonds, dat bereid is een deel van de ambitie op te geven als de risico's te groot worden of het langetermijnambitie gedreven pensioenfonds, dat bereid is meer risico te accepteren, maar de ambitie niet wil terugschroeven. Overigens zal in het laatste geval de toezichthouder vaak bindende restricties opleggen. Het is immers niet zomaar toegestaan om het risicoprofiel te verhogen als onvoldoende buffers aanwezig zijn. Het meest evenwichtig lijkt een aanpak die ergens in het midden ligt. Hierbij is zowel aandacht voor het behalen van de langetermijnambitie als het voorkomen van kortetermijnrisico's.

2.5 Economische visie als onderdeel van de investment beliefs

Als laatste belangrijke belief voor het risicomanagementproces is een uitspraak nodig over de mate waarin een economische visie een rol speelt in de bijsturing. Acties die volgen uit een economische visie staan vaak haaks op acties die volgen uit een risicomanagementstrategie. Immers, als aandelenkoersen fors gekelderd zijn, zullen de meeste economen een 'mean reversion' verwachten van aandelenrendementen en om die reden meer – of in ieder geval niet minder – in aandelen willen beleggen. Vanuit risicomanagementperspectief zal wellicht juist risico afgebouwd moeten worden, omdat de dekkingsgraad is gedaald. Als niet vooraf is nagedacht over de rol die de economische visie speelt in de bijsturing, dan zal elk voorstel voor bijsturing snel stranden in een discussie of 'dit wel het juiste moment is' om risico terug te nemen. In de investment beliefs kan hierover een generieke uitspraak worden vastgelegd.

3. Debatten

3.1 Wat zijn goede risicomaatstaven?

De keuze voor de risicomaatstaven die gebruikt worden binnen het risicomanagementproces is niet vanzelfsprekend. Aangezien er binnen het pensioenfonds meerdere belanghebbenden zijn, is de risicohouding niet in één getal te vangen. Risicomaatstaven moeten aansluiten bij de doelstellingen van het pensioenfonds en de gedefinieerde risicohouding. Voorbeelden van zinvolle risicomaatstaven:

- 5% Value at Risk van het pensioenresultaat,² ofwel het pensioenresultaat in de 5% slechtste scenario's. Gebruik deze maatstaf om te toetsen in hoeverre het pensioenresultaat in een slecht scenario afwijkt van de ambitie en of dit acceptabel is. In 2015 is hiervoor de haalbaarheidstoets geïntroduceerd door de toezichthouder.
- Kans op korten van nominale rechten en omvang van de korting. De omvang van de korting is hier een relevante toevoeging, omdat een kansmaatstaf niet altijd inzicht geeft in de diepte van de risico's. Gebruik deze risicomaatstaf vooral om kortetermijnrisico's te meten en eventueel bij te sturen.
- Volatiliteit van het dekkingsgraadrendement. Ook wel gedefinieerd als risicobudget of tracking error ten opzichte van de verplichtingen. Deze maatstaf heeft als voordeel dat deze in tegenstelling tot een kansmaat eenvoudig is op te splitsen en

2 Er zijn verschillende definities van pensioenresultaat. Ze vergelijken allemaal het verkregen pensioen ten opzichte van het geambieerde pensioen.

toe te wijzen aan verschillende portefeuilleonderdelen of risicobronnen. Een nadeel van volatiliteitsmaatstaven is dat deze onafhankelijk zijn van het niveau van de dekkingsgraad. Gebruik deze maatstaf daarom vooral als additionele maatstaf, of om implementatierisico's te monitoren, maar niet als enige strategische risicomaatstaf.

De uitkomsten van risicomaatstaven zijn altijd verbonden aan een bepaald model. Een ander model zal een andere uitkomst geven voor een risicomaatstaf. Een model is immers een versimpelde weergave van de werkelijkheid. Het kan gebruikt worden om beslissingen te ondersteunen door het geven van inzicht, hulp bij het ontwerpen van beleid en monitoring van resultaten ten opzichte van doelstellingen. De kansen in de economische wereld kunnen echter niet gezien worden als zuivere kansen zoals bij een dobbelsteen. De economische wetenschap is immers geen natuurkundige wetenschap, maar een menswetenschap. Samen met het gegeven dat een groot aantal aannames gemaakt moet worden om te komen tot een modeluitkomst, maakt dit dat kansen niet teveel absoluut (kardinaal) moeten worden geïnterpreteerd. Ze kunnen wel gebruikt worden om verschillende beleidsvarianten met elkaar te vergelijken (ordinaal).

Daarnaast worden steeds vaker kwalitatieve argumenten in de besluitvorming meegenomen en ook beoordeling op specifieke stressscenario's. Thema's als klimaat en geopolitieke ontwikkelingen zijn bijvoorbeeld vaak niet aanwezig in een regulier risicomodel, maar kunnen wel degelijk van belang zijn bij de besluitvorming. Hiervoor is het nodig specifieke risicoscenario's uit te denken.

3.2 Hoe gebruik je de risicomaatstaven?

- Sturen op absolute risiconiveaus, zoals het voorkomen van een dekkingsgraad onder 90%, is voor de meeste pensioenfondsen niet wenselijk. Dit zou betekenen dat het beleggingsrisico bijna volledig afgebouwd moet worden als de dekkingsgraad richting 90% tendert, waardoor een herstel niet meer mogelijk is. Of er zouden op structurele basis dure optiestrategieën ingezet moeten worden, die ten koste gaan van de ambitie. Om die reden kiezen de meeste pensioenfondsen ervoor – overigens vaak impliciet – om een hoger risiconiveau toe te staan bij lage dekkingsgraden. De risicohouding is dus niet constant, maar afhankelijk van de situatie waarin het pensioenfonds zit. Een valkuil bij het hanteren van een dynamische risicohouding, bijvoorbeeld in termen van kans op onderdekking, is dat er alleen nog maar wordt gestuurd op rendement en dat risico een resultante is en niet geborgd bij de deelnemers. Het is dan ook van het grootste belang dat de beliefs, zoals verwoord in paragraaf 2.3 tot en met 2.5, zijn geborgd bij de belanghebbenden van het fonds. Dit op zichzelf is al een uitdaging, hoewel veel pensioenfondsen tegenwoordig een poging wagen om de risicohouding van de deelnemers te bepalen via enquêtes. De ervaring leert echter dat de pensioenmaterie voor leken erg complex is en dat de wijze en het moment van de vraagstelling sterk bepalend zijn voor de uitkomsten van een deelnemersenquête.

- Generatiesolidariteit. Een belangrijke overweging bij de uitruil tussen de langetermijnambitie en de kortetermijnrisico's is de impact die het gevoerde beleid heeft op de verschillende generaties binnen het pensioenfonds. De solidariteit tussen generaties wordt steeds minder als vanzelfsprekend ervaren. Het voeren van een beleid dat gericht is op het voorkomen van kortingen zal weliswaar de oudere generatie beschermen tegen het verlagen van hun pensioenen, maar zal tevens de pensioenresultaten van de jongeren verminderen, omdat minder risicovol kan worden belegd. Zorg ervoor dat deze inzichten bekend zijn en geborgd bij de achterban alvorens tot een wijziging in beleid te besluiten.
- Beheersen van risico's. Voor alle risico's die het pensioenfonds identificeert moet worden besloten op welke manier het risico wordt beheerst: vermijden, verminderen, verzekeren of accepteren. Beleggingsrisico's waarvoor een risicopremie wordt verwacht dragen bij aan het behalen van de ambitie van het pensioenfonds en zullen daarom juist worden opgezocht. Risico's waar geen premie tegenover staat, zoals concentratierisico, zullen juist zoveel mogelijk worden vermeden of verminderd. Het verzekeren van beleggingsrisico's is mogelijk via opties. Maak hierbij altijd de afweging of het verzekeren van het risico via opties en daarmee het weggeven van een deel van de premie gunstiger is dan het verminderen van het risico via een lagere allocatie.

3.3 Governance

- Het sturen op risico vergt discipline van het bestuur en haar adviseurs en uitvoeringsorganisaties. Het is erg verleidelijk om een voorgenomen beleid tot verlaging van het risico niet uit te voeren vanwege nieuwe inzichten. Op zich is het altijd goed om nieuwe inzichten mee te nemen, maar het is een bekend fenomeen dat mensen teveel waarde hechten aan recente informatie en hun eigen inschattingsvermogen overschatten. Een 'comply or explain' principe kan helpen om vooraf duidelijk te maken wat het voorgenomen beleid is en hiervan alleen af te wijken bij sterke argumenten.
- Een andere valkuil is dat een bestuur intuïtief vaak 'iets wil doen' als zich een bepaalde gebeurtenis heeft voorgedaan. Hiermee kan het verantwoordend dat er is gereageerd op de situatie. De wens om te reageren zou echter niet per definitie hoeven te resulteren in een beleidswijziging. Als alle beleidsvarianten goed overwogen zijn, kan de conclusie immers ook zijn dat het huidige beleid nog het meest passend is.
- Om sturen op risico mogelijk te maken is het nodig dat helder is vastgelegd wie verantwoordelijk is voor welke risicokeuzes binnen het beleggingsbeleid. De strategische keuze voor de omvang van het risicobudget en de inrichting

hiervan ligt bij het bestuur van het pensioenfonds. Details over de inrichting en bijsturing kunnen eventueel gedelegeerd worden aan bepaalde commissies of vermogensbeheerders. Via mandaten moet dan worden vastgelegd welke speelruimte deze partijen hebben, zodat het bestuur de regie behoudt.

3.4 Risicoallocatie

- In paragraaf 3.1 is het risicobudget genoemd als een maatstaf om alle balansrisico's te vangen in één cijfer. Naast de omvang van het risicobudget is ook de invulling ervan een belangrijke keuze. Om beter inzicht te krijgen in de bijdrage van verschillende risicobronnen aan het totale risico, zoals rente, valuta en krediet, kan het risicobudget worden opgesplitst in een risicoallocatie. Hieruit blijkt dan bijvoorbeeld dat een kleine allocatie naar aandelen een groot deel van het risicobudget absorbeert of dat het renterisico voor jonge pensioenfondsen groter is dan voor oude pensioenfondsen.
- Een specifieke vorm van risicoallocatie is 'Risk Parity'. Hierbij krijgt elke risicobron een gelijke allocatie. Achterliggend idee hierbij is dat de rendementen en diversificatievoordelen per risicobron moeilijk zijn in te schatten en dat een gelijke verdeling daarom de beste spreiding geeft. Aandachtspunt bij de implementatie van een dergelijke strategie is dat er vaak veel leverage nodig is om voor de minder volatiele risicobronnen de gewenste bijdrage te bereiken. In het verleden heeft dit – gezien de dalende rente – goed uitgedaan, maar dit is geenszins een garantie voor de toekomst. Daarnaast kan gediscussieerd worden over de aannahme dat elke risicobron een gelijke rendements- en diversificatiebijdrage heeft. Over valutarisico bijvoorbeeld wordt alom aangenomen dat hiervoor op lange termijn geen vergoeding bestaat.

3.5 De rol van een economische visie

- Een van de keuzes die een pensioenfonds moet maken, is in hoeverre een economische visie een rol speelt in de bijsturing van het beleggingsbeleid. Zoals eerder opgemerkt, kan dit worden vastgelegd binnen de investment beliefs. In de praktijk is dit een van de grootste worstelingen van pensioenfondsen. Wordt na een aandelencrash risico teruggenomen, omdat de financiële positie is verslechterd, of wordt juist risico toegevoegd, omdat de verwachte rendementen naar de toekomst toe hoger zijn?
- Het antwoord op deze vraag is sterk afhankelijk van de mate waarin het bestuur gelooft in de voorspelbaarheid van markten. Hierbij kunnen we grofweg drie beliefs onderscheiden:
 1. Het bestuur gelooft dat markten efficiënt zijn. Er zijn meerdere interpretaties van efficiënt. De sterkste variant is dat alle informatie in de koersen is verwerkt en dat er dus noch op korte, noch op lange termijn enige voorspelkracht

bestaat. In dit geval zal het risicomanagement volledig gericht zijn op de gedefinieerde risicolimieten en bij een overschrijding van deze limieten zal nagenoeg altijd bijgestuurd worden.

2. Het bestuur gelooft dat markten grotendeels efficiënt zijn, maar dat er wel enige voorspelkracht bestaat, bijvoorbeeld over een langere horizon of bij bubblevorming. Daarnaast heeft de Commissie Frijs het begrip 'red flags' geïntroduceerd, analogie voor extreme onevenwichtigheden op de financiële markten. Indien een bestuur dit belief zou aanhangen, dan heeft het fonds de ruimte om op basis van economische visie van koers te veranderen, maar uitsluitend indien er sprake is van extreme marktsituaties. Per definitie zal dit dus zelden het geval zijn.
 3. Het bestuur gelooft dat markten inefficiënt zijn en dat via tactisch beleid waarde kan worden toegevoegd. In dit geval zal er permanent risicobudget beschikbaar worden gesteld voor tactisch beleid. Een bijsturing vanuit risicomanagement kan vervolgens ongedaan worden gemaakt door een bijsturing vanuit tactische visie.
- Een economische visie hoeft niet alleen betrekking te hebben op de verwachte ontwikkeling van economische variabelen, maar kan ook gaan over de volatiliteit hiervan, of beter nog de verhouding tussen verwacht rendement en verwachte volatiliteit. Een oplopende volatiliteit kan enerzijds reden zijn om beleggingsrisico terug te nemen, omdat de gevolgen ervan zijn toegenomen. Anderzijds zou oplopende volatiliteit gepaard kunnen gaan met oplopende verwachte rendementen en dan is risicoreductie niet vanzelfsprekend. Het is belangrijk hier vooraf over na te denken.

4. Best practices

De afweging tussen rendement en risico leidt tot veel bestuurlijke dilemma's. Hiervoor zijn helaas geen kant-en-klare antwoorden beschikbaar. Een keuze die achteraf verkeerd uitpakt via een laag rendement, kan vooraf heel goed onderbouwd zijn geweest. De kwaliteit van de besluitvorming is dan ook belangrijker dan de uiteindelijke gevolgen van de keuze. Onderstaande best practices kunnen hierbij helpen.

- Bepaal eerst de relevante policy en investment beliefs voor het pensioenfonds en leg deze vast. Hierin wordt beschreven welke ambitie, kostenniveau en risicohouding worden nagestreefd. Leg ook vast in hoeverre het pensioenfonds bereid is om een deel van de langetermijnambitie op te geven om kortetermijnrisico's te verminderen. Bepaal daarnaast in hoeverre een economische visie een rol speelt in de bijsturing van het beleggingsbeleid.

- Leg duidelijk vast wie verantwoordelijk is voor welke risicokeuzes binnen het beleggingsbeleid. Denk hierbij aan de rolverdeling tussen bestuur, beleggings(advies) commissie, adviseurs, fiduciair manager en vermogensbeheerders.
- Gebruik risicomaatstaven die aansluiten bij de doelstellingen van het pensioenfonds en de gedefinieerde risicohouding. Gebruik de modeluitkomsten om inzicht te krijgen in de gevolgen van beleidswijzigingen en niet als absolute waarheid.
- Stuur niet volledig op absolute risicogetallen, maar definieer bandbreedtes waarbinnen risicogetallen mogen bewegen.
- Maak een decompositie van het totale risicobudget naar de risicobronnen, om inzicht te krijgen in de oorzaak van het risico. Dit helpt om eventuele overschrijdingen toe te wijzen aan keuzes in verschillende lagen in het beleggingsproces.
- Als de investment beliefs aanleiding geven voor een dynamisch beleggingsbeleid, gebruik dit beleid dan als leidraad, maar niet als automatisme. Hanteer het principe ‘comply or explain’ om onderbouwd al dan niet af te wijken van het vastgelegde dynamische beleid.
- Monitor de gedefinieerde risicomaatstaven en -limieten door de tijd, waarbij periodiek een update wordt gemaakt van de financiële positie van het pensioenfonds en de economische omstandigheden.

5. Meer lezen? Literatuur

Guus Boender, Bas Bosma & Lans Bovenberg (2011), ‘Het gebruik van ALM-modellen’, *Netspar Papers*.

Guus Boender, Sacha van Hoogdalem, Loranne van Lieshout & Eric Mathijssen (2014), ‘De weerbarstige praktijk van de risicohouding’, *De Actuaris*, 22(1), p. 16-18.

Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer (2010), ‘Pensioen: “Onzekere Zekerheid”’, onder andere raadpleegbaar op www.pensioenfederatie.nl.

FNV Bondgenoten (2012), *Beleggingsrisico's*, raadpleegbaar op www.fnv.nl.

Andrew W. Lo (2012), ‘Reading about the Financial Crisis: A Twenty-One-Book Review’, *Journal of Economic Literature*, 50(1), p. 151-78.

Transparency International Nederland (2013), 'Kijken in de spiegel. Rapport van de Werkgroep Integriteit Pensioenfondsen', onder andere raadpleegbaar op www.pensioenfederatie.nl.

DNB, Open Boek Toezicht, 'Wat is integraal risicomanagement (IRM) en waar kijkt DNB hierbij naar?', raadpleegbaar op www.toezicht.dnb.nl.

Loranne van Lieshout

Drs. Loranne van Lieshout RBA werkt sinds 2006 als senior consultant bij Ortec Finance, waar zij medeverantwoordelijk is voor de Investment Consulting activiteiten. Daarvoor heeft Loranne gewerkt bij AEGON Asset Management als portefeuillestrateeg en bij het Pensioenfonds voor de Vervoer en Havenbedrijven als kwantitatief specialist. Loranne heeft econometrie gestudeerd aan Tilburg University en daarna de opleiding Financieel & Beleggingsanalist afgerond aan de Vrije Universiteit in Amsterdam. Zij is voorzitter geweest van de VBA-commissie Tactische Asset Allocatie en is momenteel lid van de VBA-commissie risicomanagement. Loranne verzorgt regelmatig lezingen en opleidingen op het gebied van risicomanagement en beleggen voor pensioenfondsen.

Sacha van Hoogdalem

Drs. Sacha van Hoogdalem RBA werkt sinds 1992 bij Ortec Finance. Zij heeft diverse posities bekleed op het gebied van research, ALM en risicomanagement voor pensioenfondsen en verzekeraars. Van 2000 tot 2006 had zij de leiding over de ALM-groep binnen Ortec Finance. Daarna was zij verantwoordelijk voor alle softwaresystemen die binnen de dienstverlening van Ortec Finance worden gebruikt. Sinds 2013 is zij lid van het managementteam van de divisie 'Pensions and Insurers'. Daarnaast is zij verantwoordelijk voor kennisdeling, innovatie en methodologie. Sacha studeerde econometrie in Rotterdam van 1988-1994 en heeft daarna de opleiding Financieel & Beleggingsanalist afgerond.

Eric Mathijssen

Drs. Eric Mathijssen is vanaf 1997 als strategisch adviseur werkzaam in het collectieve pensioenveld. Hij is begonnen bij William M. Mercer Klein Haneveld Investment Consulting, daarna heeft hij tien jaar gewerkt bij Towers Perrin en vervolgens vijf jaar als Senior Consultant bij Ortec Finance. Na een jaar onderdeel te zijn geweest van het pensioen riskteam bij PwC werkt Eric nu sinds oktober 2016 bij Cardano Risk Management als Client Director en is daar verantwoordelijk voor de relatie met een aantal belangrijke klanten.

Eric studeerde algemene econometrie aan de Universiteit van Tilburg, is als voorzitter van de ALM-commissie verbonden aan de VBA en is sinds enkele jaren docent bij SPO.

2.BALANSRISICOMANAGEMENT

**Integraal
risicomanagement:
risico's afwegen in de
besluitvorming**

HOOFDSTUK 6



Integraal risicomanagement: risico's afwegen in de besluitvorming

Orpa Bisschop, Jos Keijzers

1. Uitgangspunten

- Integraal risicomanagement biedt het bestuur de mogelijkheid om te bewaken of de strategische doelstellingen van het fonds worden gerealiseerd. Het geeft aan wanneer het fonds zich beweegt naar een positie waar het absoluut niet wil komen.
- Het integrale karakter van risicomanagement is van belang. Alleen vanuit een integraal kader kan het bestuur deze complexe materie overzien en op efficiënte en effectieve wijze adresseren.
- Risicomanagement is het beheersen van risico's, niet het minimaliseren ervan. Risico's volledig uitbannen is vanuit het perspectief van de te behalen doelstellingen van het fonds zelfs onwenselijk; rendementen behalen is een must. Het gaat dus om de vraag wat een goede verhouding is tussen kosten en opbrengsten van risicobeperking.
- Voor een goede invulling van het risicomanagement is het expliciteren van de risicobereidheid van belang: de risico's die een pensioenfonds wil lopen om zijn doelstellingen te realiseren. Dit dient als meetlat voor het fonds: bevindt het fonds zich tussen de vooraf vastgestelde grenzen?
- De governance van risicomanagement behoeft aandacht: waar wordt de verantwoordelijkheid voor het risicomanagement belegd? Wie heeft welke rol en is de risicomanagementfunctie voldoende onafhankelijk? Wordt risicomanagement ingezet voor adequate besluitvorming en het afleggen van verantwoording hierover?

2. Context

Ons pensioen is niet vrij van risico's. De financiële crises van het afgelopen decennium hebben dat nog eens duidelijk gemaakt. Een belangrijk deel van de risico's hangt samen met de doelstellingen van het fonds en wordt bewust genomen. Voor een goed en betaalbaar pensioen zijn beleggingsrendementen onontbeerlijk. Het feit dat risico nemen noodzakelijk is voor een goed en betaalbaar pensioen, dwingt tot een hoge mate van risicobewustzijn en een geavanceerde risicobeheersing. Het goed beheersen van deze risico's is een kerntaak van het pensioenfondsbestuur, die ook in de Pensioenwet is vastgelegd. Op grond van artikel 143 PW dient een pensioenfonds zijn organisatie zodanig in te richten dat deze een beheerste en integere bedrijfsvoering waarborgt. Om hier invulling aan te kunnen geven, dient het risicomangement van het fonds op adequate wijze te worden ingevuld.

DNB definieert integraal risicomangement (IRM) als het interactieve proces van:

1. het opstellen van de strategie en hieraan gekoppeld het risicoprofiel en de risicobereidheid,
2. het identificeren van risico's,
3. het opstellen en implementeren van het beleid voor risicobeheersing, tot
4. de uitvoering, monitoring en terugkoppeling over risico's en beheersmaatregelen.

'Integraal' benadrukt dat het gaat om het management van alle verschillende risicogebieden in onderlinge samenhang.¹ Het proces wordt continu doorlopen zodat het risicobewustzijn en de risicobeheersing onderdeel zijn van het bestuurlijke proces.

1 De Nederlandsche Bank, 'Wat is integraal risicomangement (IRM) en waar kijkt DNB hierbij naar?', Q&A, 10 oktober 2011, referentie 01113.

VOORBEELD: AFDEKKEN VAN VALUTARISICO

Situatie 1

Het bestuur ontvangt een notitie inzake het afdekken van het valutarisico. Afdekking zorgt voor verlaging van het beleggingsrisico, zonder verwacht verlies aan rendement. Het bestuur besluit op basis van deze notitie tot afdekking van het valutarisico en geeft de uitvoerder de opdracht tot implementatie. De uitvoerder loopt bij de implementatie tegen additionele risico's aan, waaronder tegenpartijrisico, juridisch risico en operationeel risico. De uitvoerder adresseert deze risico's alsnog en communiceert hierover met het bestuur.

Situatie 2

Het bestuur ontvangt een notitie inzake het afdekken van het valutarisico. Afdekking zorgt voor verlaging van het beleggingsrisico, zonder verwacht verlies aan rendement. In de notitie is aandacht voor additionele risico's die het afdekken van het valutarisico met zich meebrengt, waaronder tegenpartijrisico, juridisch risico en operationeel risico. Hiervan wordt eveneens een inschatting gemaakt, zodat het bestuur, op basis van een integraal kader, een besluit neemt.

Alleen in de tweede situatie wordt risicomanagement vanuit een integraal kader toegepast. Het leidt tot betere besluitvorming, omdat meer informatie met het bestuur wordt gedeeld alvorens een besluit wordt genomen. Er is expliciet aandacht voor de samenhang tussen verschillende risico's die het besluit met zich meebrengt. Bovendien kan het bestuur in deze situatie tot de conclusie komen dat afdekking weliswaar een goed voorstel zou zijn, maar dat de risico's die door afdekking ontstaan erger zijn dan het valutarisico zelf, waardoor het niet afdekken voor het bestuur een beter alternatief is!

De vier onderdelen van IRM worden kort uitgewerkt, waarbij het integrale karakter centraal staat.²

Stap 1 **Vaststellen risicostrategie**

Onderdeel van IRM is het vaststellen van de risicostrategie van het fonds. Deze is gerelateerd aan de doelstellingen van het fonds.

- De doelstellingen vinden hun basis in drie elementen die kunnen worden gezien als 'het pensioencontract': het pensioenreglement, de ambitie van het fonds en de risicohouding.

² Voor een uitgebreide beschrijving, zie bijvoorbeeld Hoofdstuk 5: 'Risicobeheersing en Balansmanagement' uit *Het Handboek voor Pensioenfondsen*.

- De risicohouding van het fonds geeft aan welke risico's acceptabel zijn en welke niet. De risicobereidheid van het fonds geeft aan welke risico's het bestuur van het fonds bereid is te accepteren, waarbij het bestuur verwacht dat de doelstellingen van het fonds gerealiseerd worden.
- Deze risicohouding, het wettelijk kader, de inhoud van het pensioencontract en de financiële positie van het fonds op enig moment bepalen de beleidsruimte van het fonds.
- Bij een hoge dekkingsgraad kan het fonds meer en andere risico's nemen dan bij een lage(re) dekkingsgraad. Het spreekt voor zich dat de risicostrategie, de risicobereidheid en de risicohouding uitsluitend vanuit een integraal perspectief ingevuld kunnen worden. Inzicht in de onderlinge samenhang tussen de verschillende risico's is van belang om enerzijds de risico's juist te kunnen inschatten en anderzijds het beheersingskader te kunnen invullen. De onderlinge verbanden geven immers weer aan welke 'knoppen' gedraaid kan worden om de risico's te beheersen.

Stap 2 Identificeren van risico's

Het doel van risico-identificatie is inzichtelijk te maken welke risico's het fonds loopt. Zoals hiervoor is aangegeven staat de integrale risicobenadering centraal.

- Hoewel het een utopie is te veronderstellen dat bij een risico-inventarisatie 100% van de risico's in beeld wordt gebracht, is het wel van belang dat zoveel mogelijk risico's geïdentificeerd worden, zodat hiermee rekening kan worden gehouden bij de besluitvorming.
- De risico-inventarisatie is een periodiek terugkerende activiteit en wordt door het bestuur uitgevoerd. Enerzijds om na te gaan of ten opzichte van de laatst uitgevoerde risico-inventarisatie nieuwe risico's worden onderkend. Anderzijds om vast te stellen of het huidige beheersingskader adequaat is.

Stap 3 Opstellen en implementeren beheersingskader

Afhankelijk van de vastgestelde risicostrategie, de risicobereidheid en de onderkende risico's, kan het beheersingskader worden vastgesteld: welke risico's dienen tot welk niveau te worden beheerst? Het bestuur kan er ook bewust voor kiezen om risico's niet verder te beheersen, bijvoorbeeld omdat zowel waarschijnlijkheid als impact relatief gering zijn. Ook hier is het belang van een integrale benadering duidelijk. Het kan voorkomen dat een risico niet materieel lijkt, maar dat in samenhang met andere risico's wel blijkt te zijn.

Stap 4 Uitvoering en monitoring

Als laatste stap beoordeelt het bestuur periodiek of de inrichting van het risicomanagement afdoende is. Zijn alle risico's afgedekt, zijn de beheersmaatregelen nog steeds afdoende? Het bestuur kan hier alleen een goed oordeel over geven, als de risico's op eenzelfde integrale wijze worden gerapporteerd als waarop de beslissingen zijn genomen. Eventuele tekortkomingen worden gerapporteerd, geadresseerd en opgevolgd, zodat blijvend aan de gestelde uitgangspunten kan worden voldaan.

3. Debatten

Bij de inrichting van het IRM voor het fonds kunnen verscheidene overwegingen worden meegenomen.

Risico's: met of zonder kansen

Voor het in kaart brengen van de kwetsbaarheden van het fonds, is het de vraag in hoeverre je rekening moet houden met de kans op een risico. Er zijn omstandigheden waarvan het bestuur van tevoren weet: in een dergelijke situatie wil ik niet terecht komen. De kans dat die situatie zich voordoet speelt dan geen rol bij de inschatting van het risico.

IRM in plaats van of in aanvulling op Asset Liability Management?

IRM gaat over het totale overzicht van alle risico's in onderlinge samenhang en om het beheersen van deze risico's. Vanuit de risicostrategie en de vastgestelde risicobereidheid wordt een meetlat gecreëerd, waarmee het bestuur de ontwikkeling kan volgen.

Vragen die het bestuur met IRM kan beantwoorden zijn:

- hoe zit het met de realisatie van de doelstellingen van het pensioenfonds?
- waar is het fonds (het meest) kwetsbaar?
- waar kan/moet het bestuur aanvullende maatregelen nemen?

Hiermee kan het bestuur zich altijd verantwoorden, omdat bij alle besluiten die het fonds neemt, de uiteindelijke doelstellingen van het fonds voorop staan. Bij ALM gaat het om het vergelijken van beleidsopties, waarbij de nadruk op de langere termijn ligt.

Waar ALM ondersteunend is voor de beleidsformulering en gaat over wat met een bepaalde waarschijnlijk kan gebeuren, zorgt IRM voor de randvoorwaarden waaraan het beleid van het fonds moet voldoen. Voorgestelde beleidswijzigingen, ook waarvoor op basis van een ALM-studie wordt gekozen, worden in het integrale kader getoetst. IRM gaat over het uitsluiten van wat niet mag gebeuren.

Beheersingskader: harde en/of zachte beheersmaatregelen?

Wil het risicomanagement op een goede wijze worden ingebed in de bestuurlijke cyclus, dan is het van belang om zowel de harde controls als de 'soft controls' mee te nemen. De harde controls hebben betrekking op de beheersmaatregelen. De soft controls hebben betrekking op het risicobewustzijn, de tone at the top, gedrag en cultuur, en de board dynamics. De zachte kant is dan het fundament waarop het risicoraamwerk wordt gebouwd. Is het fundament zwak, dan zal en kan het risicoraamwerk ook niet optimaal functioneren. Ook hier wordt het integrale karakter evident. Focus op de financiële risico's, waarbij de risico's die samenhangen met gedrag en integriteit onvoldoende in beeld zijn, kan leiden tot een situatie waarin het bestuur uiteindelijk in een ongewenste situatie terechtkomt, bijvoorbeeld met betrekking tot reputatie.

Vorbereiden op de zwarte zwanen

De risico's die we niet kunnen bedenken, kunnen uiteindelijk het grootste risico vormen voor het fonds. Hierop kan IRM niet worden ingericht. Belangrijk is dat er procedures beschikbaar zijn, die het mogelijk maken dat er snel gehandeld wordt als zo'n situatie zich voordoet (crisismanagement) en dat er voldoende flexibiliteit is. Dit waarborgt dat er tijdig kan worden geanticipeerd op het nieuwe risico.

4. Best practices

Hoe meet je het integrale risico?

Voor het beoordelen van het integrale risico is een meetlat nodig. Door het gevoerde beleid daarlangs te leggen, kan het bestuur aflezen of het integrale fondsrisico binnen de vooraf vastgestelde grenzen valt. Om de meetlat te kunnen vaststellen, dienen de doelstellingen van het fonds expliciet te zijn gemaakt en kunnen de ondergrenzen worden bepaald: binnen welke grenzen wil het fonds blijven? Het is overigens niet altijd makkelijk om deze grenzen vast te stellen. Stel dat het fonds als doelstelling heeft om de koopkracht van haar deelnemers op peil te houden. Deze doelstelling zal vervolgens vertaald moeten worden naar meetbare grootheden (nominale en reële

dekkingsgraad). Vervolgens zal het fonds dan moeten aangeven welke dekkingsgraad onder welke omstandigheden nog acceptabel is, rekening houdend met de kans op herstel, de mate van herstel en de financiële situatie in een dergelijk scenario. Door hier vooraf over na te denken en het beleid daarop af te stemmen, wordt de strategie van het fonds beter uitlegbaar en gaat het fonds daadwerkelijk over op integraal risicomanagement.

Risicomonitoring: met en zonder kansen

De onderkende risicocategorieën worden gekwantificeerd door te kijken naar zowel kans als impact. De kwantificering vindt plaats naar de doelstellingen van het fonds. Wat is bijvoorbeeld het maximale dekkingsgraadverlies dat door het risico kan ontstaan, binnen één jaar met 97,5% zekerheid? Het is wenselijk dat dit ook op totaalniveau wordt weergegeven, aangezien het bestuur het totale fondsrisico vanuit een integraal kader wil beheersen.

Daarnaast moet het bestuur aandacht besteden aan de kwetsbaarheden van het fonds, ook al wordt de kans dat deze situaties zich voordoen klein verondersteld. Het is om die reden dan ook noodzakelijk om in het kader van IRM te kijken naar risico's zonder kansen. Door extreme scenario's, die nog wel realistisch zijn, door te rekenen, kan inzicht worden verkregen of en in hoeverre het fonds in de onderkende scenario's haar doelstellingen kan realiseren. Deze scenarioanalyse maakt inzichtelijk waar het pensioenfonds kwetsbaar is, zonder te verzanden in een discussie over de precieze hoogte van de kans dat het scenario zich voordoet. Vervolgens kan het bestuur besluiten of ze aanvullende maatregelen wil nemen.

Stuurinformatie: voorbereiden bestuursbesluiten

De hiervoor beschreven meetlat met monitoring met en zonder kansen kan bij uitstek gebruikt worden bij de besluitvorming. Zo kan de situatie waarbij het besluit niet wordt genomen worden vergeleken met de situatie waarbij het besluit wel wordt genomen. De verwachte voordelen van het besluit (hoger rendement, vermindering risico's), kan worden afgezet tegen de nadelen ervan (uitvoeringskosten, verhoging risico's in andere categorie), zowel per onderkende risicocategorie als in totaal. Welke situatie heeft de voorkeur van het fonds?

Verantwoordingsinformatie: periodieke risicorapportages

De periodieke monitoring vindt plaats aan de hand van een integrale risicorapportage. De verantwoordingsrapportage geeft het bestuur inzicht in de hoogte van de onderkende risico's, de ontwikkeling van de risico's en het totale risico. De risico's worden direct gerelateerd aan de doelstellingen van het fonds.

Governance helder

Om het IRM te laten slagen, is randvoorwaarde dat de governance (een van de bouwstenen van risicomanagement) op orde is. Bij IRM zijn het bestuur, verschillende fondsorganen (commissies), toezichthouders, uitvoerder en andere belanghebbenden betrokken. Juist omdat er meerdere partijen bij betrokken zijn, is de (vastlegging van de) rolverdeling van groot belang: wie is waarvoor verantwoordelijk, wie bewaakt welk risico?

Daarnaast dient het systeem van checks and balances op orde te zijn. Dit betekent onder andere dat er voldoende functiescheiding is ingebed in de werkwijze, zodat voorkomen wordt dat een orgaan van het fonds zichzelf controleert. DNB heeft hiervoor uitgangspunten en vereisten opgesteld.³

VOORBEELD: INTEGRALE RISICORAPPORTAGE BIJ AFDEKKING AANDELENRISICO

INLEIDING

Het (fictieve) pensioenfonds dat in dit voorbeeld centraal staat, heeft een dekkinggraad van 123% op basis van de rentecurve inclusief UFR en 119% op basis van marktrente. Het fonds hanteert de dekkinggraad op basis van marktrente als uitgangspunt voor de risicobeoordeling. Het bestuur van het pensioenfonds wil 50% van het neerwaarts aandelenrisico afdekken door aandelenopties te kopen.

Een integrale risicorapportage kan het bestuur helpen bij de besluitvorming. Enerzijds moet het bestuur inzicht krijgen in de kwetsbaarheden van het fonds. Is het fonds minder kwetsbaar indien het 50% van het aandelenrisico afdekt? En hoe kan dit zichtbaar worden gemaakt? Anderzijds moet het bestuur de afweging maken op het integrale risico. Afdekking van het aandelenrisico verlaagt de gevoeligheid van de dekkinggraad door een koersdaling op aandelen. Afdekking gebeurt door de inzet van derivaten. Dit verhoogt onder andere de complexiteit van het beleggingsbeleid (operationeel risico) en is niet gratis. Een diagram waarin dit integraal tot uitdrukking komt geeft hiervoor een handvat.

SCENARIOANALYSE

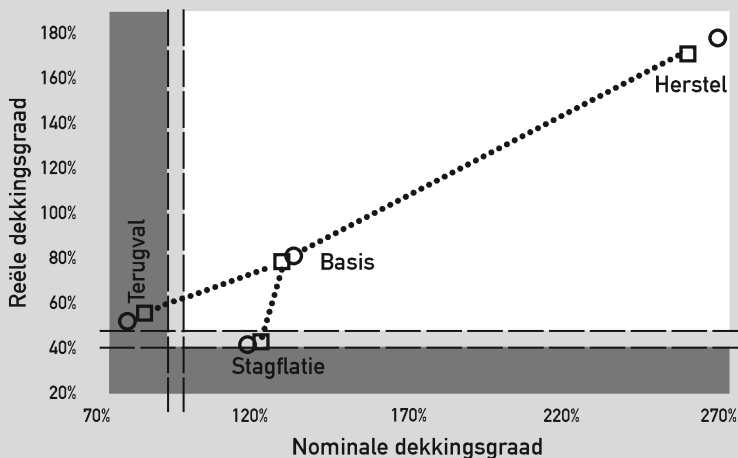
Het pensioenfonds heeft haar risicobereidheid vertaald in grenzen waarbinnen de dekkinggraad zich moet bevinden. Het pensioenfonds hanteert drie extreme scenario's:

- terugvalscenario: grote daling in rente, aandelen en overige zakelijke waarden, maar daarbij ook daling in inflatie. Het bestuur heeft als ondergrens voor de nominale dekkinggraad de meetlat gelegd op minimaal 90-95%;
- stagflatiescenario: grote stijging van de inflatie en behoorlijke daling van aandelen, daarbij ook lichte stijging van de rente. De ondergrens voor de reële dekkinggraad dient minimaal 40-45% te zijn;

3 De Nederlandsche Bank, 'Governance Risicomanagement', Q&A, 25 april 2013, referentie 01200.

- herstelscenario: grote stijging van de rente, aandelen en overige zakelijke waarden. Als referentie wordt daarnaast een basisscenario gehanteerd, waarin de economie nauwelijks verandert ten opzichte van de huidige situatie.

De kwetsbaarheden van het pensioenfonds, gegeven de verscheidene scenario's, zien er als volgt uit.



Figuur 1. Resultaat van afdekking aandelenrisico in verschillende scenario's

De cirkel in de afbeelding geeft de uitgangssituatie weer (zonder derivaten), het vierkantje geeft de situatie weer indien derivaten worden aangeschaft. Zo is het voor het bestuur in één oogopslag duidelijk op welke wijze de derivaten bijdragen in elk scenario.

Uit de afbeelding blijkt dat, indien het terugvalscenario zich voordoet, de terugval in dekkinggraad na aanschaf van aandelenderivaten minder groot zal zijn. De nominale dekkinggraad bedraagt dan 83% in plaats van 77%. In het stagflatiescenario levert de aanschaf van aandelenderivaten ook een voordeel op, zij het gering. De reële dekkinggraad zou dan stijgen van 40% naar 42%. In het herstelscenario pakt de aanschaf anders uit. In dit positieve scenario is er, naast de kosten van de derivaten, ook gemis aan rendement: de nominale dekkinggraad is 10 procentpunt lager. Bovendien is duidelijk dat zowel in het terugvalscenario als in het stagflatiescenario, ook na aanschaf van aandelenderivaten, de vooraf vastgestelde grenzen niet worden behaald. Het bestuur zal dan ook expliciet moeten vastleggen wat men hieraan gaat doen en welke reden hieraan ten grondslag ligt.

INTEGRAAL RISICO

Vervolgens kan het integrale risico in beeld worden gebracht. Hierbij wordt zowel naar het financiële risico gekeken als naar het niet-financiële risico.

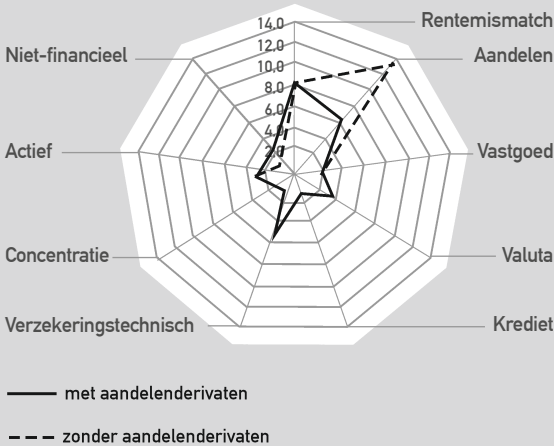
FINANCIEEL RISICO

Hierbij wordt het risico gekwantificeerd en gerelateerd aan de doelstellingen van het

fonds. In dit voorbeeld is de kansinschatting gebruikt volgens de methode van DNB, waarbij gekeken wordt naar de impact op de nominale dekkinggraad.

Om het bestuur inzicht te geven in het integrale risico, vergelijken we de situatie dat het besluit tot aanschaf van aandelenderivaten niet wordt genomen met de situatie dat dit wel gebeurt.

Nominaal



Totaal (in dekkinggradpunten)

Feitelijk	Nominaal	Reëel	VEV DNB
Met derivaten	16,7	13,4	16,1
Zonder derivaten	21,7	15,9	21,5

Figuur 2. Integraal risico met en zonder afdekking aandelenrisico

Het totale risico neemt door de aanschaf van derivaten af van 21,7 naar 16,7 nominale dekkinggradpunten. Dit betekent dat als het fonds overgaat tot de aanschaf van derivaten, met een kans van 97,5% zekerheid de dekkinggraad in één jaar tijd minder dan 16,7 dekkinggradpunten daalt (was 21,7). De dekkinggraad op marktrente bedraagt 119,1%. Na aanschaf van derivaten zal de dekkinggraad op marktrente over één jaar dus boven 102,4% liggen met een kans van 97,5%.

De belangrijkste verandering is dat door het afdekken met derivaten het aandelenrisico flink afneemt, van circa 13 dekkinggradpunt naar 7. Dit is ook de verwachting bij 50% aandelenafdekking.

NIET-FINANCIËEL RISICO

Het niet-financiële risico neemt toe, dit komt met name door het operationele risico. Door een toename van de complexiteit in de uitvoering als gevolg van de aanschaf van derivaten, wordt de kans op fouten ook groter. Daarnaast neemt de omvang van de transacties toe, waardoor de hoogte van het schadebedrag bij fouten ook toeneemt. In het voorbeeld wordt ingeschat dat door de aanschaf van derivaten het operationeel risico tot een daling van de nominale dekkinggraad van 3 procentpunt kan leiden, zonder derivaten 2,1 procentpunt.

Involed op nominale dekingsgraad

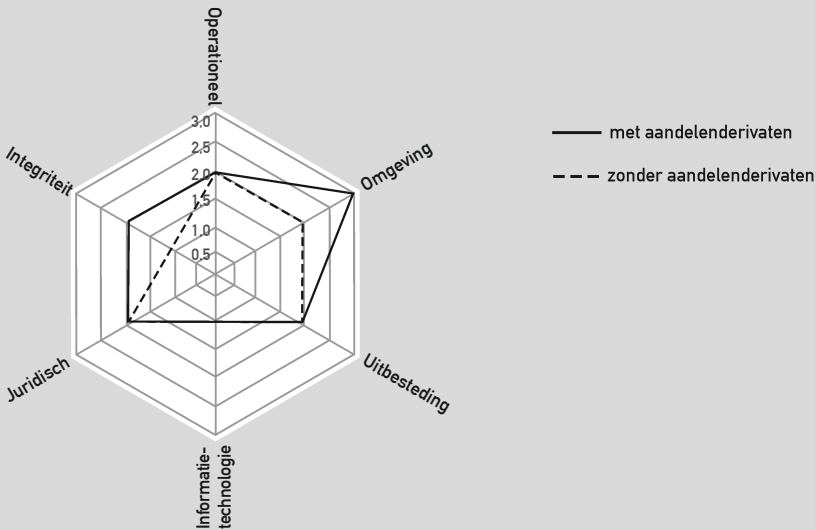
Risico	Met aandelerivaten	Zonder aandelerivaten
Operationeel risico	3,0	2,1
Omgevingsrisico	0,5	0,5
Uitbestedingsrisico	0,0	0,0
IT- <i>risico</i>	0,0	0,0
Juridisch risico	0,6	0,3
Integriteitsrisico	0,0	0,0
Totaal	3,1	2,2

Figuur 3. Niet-financiële risico's met en zonder afdekking aandelenrisico

REPUTATIERISICO

Ten slotte wordt ook gekeken naar het reputatierisico. Los van de financiële impact, zal het bestuur ook willen weten of en hoeveel reputatierisico wordt gelopen.

Involed op reputatie



Figuur 4. Reputatierisico bij afdekking aandelenrisico

Een voorbeeld van een niet-financieel risico met impact op de reputatie is het omgevingsrisico. Doordat een groot deel van de aandelenpositie wordt afgedekt (ook in vergelijking met andere fondsen), is de kans groter dat het fonds een van de andere fondsen afwijkend rendement zal laten zien. Dit kan verstoring werken voor de beeldvorming van deelnemers, sponsor en andere belanghebbenden over het fonds.

5. Meer lezen? Literatuur

Pensioen Bestuur & Management (2011), *Gids voor Uitbesteding*, PBM Dossierreeks nr. 6, onder redactie van mr. Flip Klopper, Gerard Krijnen RA en dr. Carel Petersen.

Pensioen Bestuur & Management (2012), *Het Handboek voor Pensioenfondsen*, PBM Dossierreeks nr. 7, onder redactie van Prof. Dr. Jean Frijns, dr. Carel Petersen en drs. Benne van Popta.

Pensioenfederatie (2012), *Handreiking Integraal Risicomanagement voor Pensioenfondsen*, raadpleegbaar op www.pensioenfederatie.nl.

Pensioenkoepels VB, UvB en OPF (2010), *Aanbevelingen Beleggingsbeleid: Besturen moet je doen!*, onder andere raadpleegbaar op www.pensioenfederatie.nl.

Orpa Bisschop

Drs. Orpa Bisschop EMIM EMFC RC studeerde bedrijfseconomie aan de Universiteit van Amsterdam, waar zij ook de postdoctorale opleiding tot register controller volgde.

Orpa is sinds 1997 werkzaam bij Blue Sky Group, waar zij verschillende functies heeft gehad en directeur is. Daarvoor was zij werkzaam in de accountancy.

Orpa schreef mee aan de dossierreeks van Pensioen Bestuur & Management (*Gids voor Uitbesteding en Het Handboek voor Pensioenfondsen*). Zij vervult verschillende toezichtstaken in de pensioenwereld en is vicevoorzitter van Stichting Pensioenfonds Blue Sky Group.

Jos Keijzers

Mr. Drs. Jos Keijzers RBA studeerde econometrie aan de Rijksuniversiteit Groningen, Nederlands Recht aan de Universiteit van Amsterdam en volgde de opleiding Financieel & Beleggingsanalist aan de Vrije Universiteit.

Jos is sinds 2000 werkzaam bij Blue Sky Group, vanaf 2016 als directeur vermogensbeheer (Chief Operating Officer) en onder andere verantwoordelijk voor risicomanagement. Jos is bestuurslid bij Stichting Pensioenfonds Blue Sky Group en was voorheen bestuurslid bij VBA Beleggingsprofessionals en DSI.

Jos schreef onder andere mee aan de *Aanbevelingen Beleggingsbeleid* van de toenmalige pensioenkoepels en aan de dossierreeks van Pensioen Bestuur & Management (*Gids voor Uitbesteding en Het Handboek voor Pensioenfondsen*).

2.BALANSRISICOMANAGEMENT

De rol van modellen binnen ALM

**Waarop baseer ik
als bestuurder beleid?**

HOOFDSTUK 7



Waarop baseer ik als bestuurder beleid?

De rol van modellen binnen ALM

Stef Vermeulen, Dick Boeijen

1. Uitgangspunten

- Asset Liability Management (ALM) en zijn modellen hebben ons niet geholpen de financiële crisis te voorspellen. Ze hebben achteraf gezien ook niet het optimale beleggingsbeleid opgeleverd. De ALM-modellen hoeven echter niet de prullenbak in. Ze vormen nog steeds een cruciaal stuk gereedschap bij de beleidsvorming binnen pensioenfondsen.
- Dat gereedschap moet uiteraard wel op de juiste wijze gehanteerd worden binnen de verschillende stappen van het ALM-proces. De drie in dit hoofdstuk beschreven stappen vormen voor ieder pensioenfonds de kern van ALM, ongeacht de aard van de pensioenregeling en ongeacht de geformuleerde ambitie en risicohouding.
- Beleidsvorming is en blijft mensenwerk en vraagt om een combinatie van goede modellen én gezond verstand. Dat geldt zowel voor de bestuurder, die uiteindelijk de beslissingen neemt, als voor de ALM-adviseur, die het bestuur daarin ondersteunt.

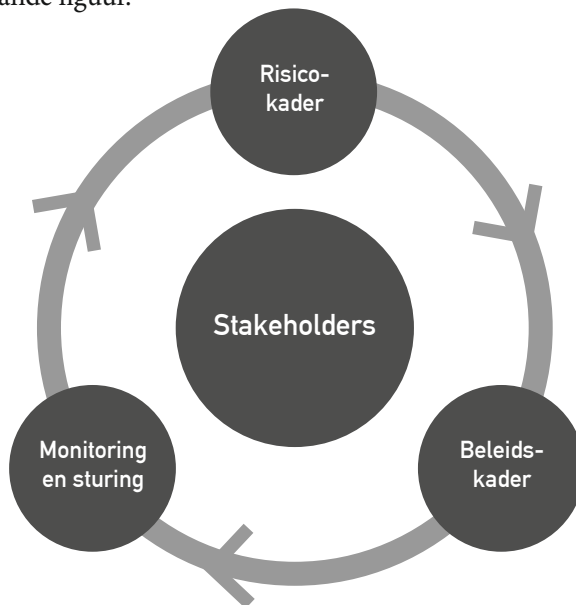
2. Context

Beleggingen en het vormgeven van pensioenbeleid zijn de laatste decennia steeds meer als een exacte wetenschap gepresenteerd, dankzij de opkomst van de ‘quants’ (kwantitatieve analisten) en de steeds snellere en krachtigere rekenapparatuur. Het gevolg is dat rekenmodellen een steeds grotere rol zijn gaan spelen binnen het totale ALM-proces. Modeluitkomsten zijn meer en meer als een absolute waarheid gepresenteerd en door bestuurders dus ook als zodanig ervaren.

Een ALM-model levert echter geen absolute waarheden. Bovendien is een ALM-model zeker niet in staat om de toekomst te voorspellen. Zoals bij elk rekenmodel geldt: wat je er aan de voorkant in stopt, komt er aan de achterkant weer uit. De afgelopen jaren is veel werk gestoken in het verbeteren van de ALM-modellen. In het verleden vertelden de modellen ons dat het op de lange termijn altijd wel goed kwam. Als je ver vooruit keek, leek er geen pijn te bestaan bij het beleggen in risicovolle beleggingscategorieën.

Verbeteringen in de modellering zorgen nu ook op de lange termijn voor (fors) negatieve scenario's. Dit soort verbeteringen is cruciaal om het model zo goed mogelijk te laten aansluiten bij een steeds veranderende (economische) omgeving. Goed gereedschap vraagt om continu onderhoud.

Een ALM-model is geen wondermiddel dat de juiste beslissing neemt, maar op zijn hoogst een nuttig instrument om bestuurders te *ondersteunen* bij het nemen van de juiste beslissing. Een ALM-model biedt inzicht en overzicht, maar geen kant-en-klaar recept voor goed beleid. Het is een stuk gereedschap om het denken aan te scherpen, en dus niet om het denken te vervangen. De M uit ALM staat dan ook niet voor 'model', maar voor 'management'. Het totale ALM-proces behelst nadrukkelijk méér dan eens in de zoveel tijd de computer aanzetten om een ALM-studie te draaien. ALM gaat om het beheersen van de balans. Dat is een continu proces, met een helder begin en zonder einde, zoals te zien is in onderstaande figuur.



Figuur 1. ALM-beleidscyclus

3. Debatten

Figuur 1 laat zien dat ALM in de kern heel eenvoudig is:

- Risicokader: stel vast wat je wil.
- Beleidskader: stel beleid op waarmee dat kan.
- Monitoring en sturing: stel vast of het beleid daadwerkelijk doet wat je wil en pas het beleid eventueel aan.

De betrokken deelnemers, gepensioneerden en werkgever(s) vormen de spil in dit proces. Hun belangen en ambities staan centraal. Of en hoe deze verwezenlijkt kunnen worden, hangt voor een belangrijk deel af van de krachten van buiten, zowel op het gebied van economie en demografie als wat betreft de maatschappelijke omgeving. Hoe deze krachten zich in de toekomst ontwikkelen is niet bekend. Daarom werkt een goede ALM met verschillende scenario's, niet alleen de meest voor de hand liggende, maar juist ook de meest onwaarschijnlijke.

Dat brengt ons bij de ALM-adviseur, de ondersteuner van het pensioenfondsbestuur in het ALM-proces. De rol van de ALM-adviseur is uiteraard om de door het bestuur gevraagde ALM-analyses te maken, maar wat ons betreft juist ook om het bestuur ongevraagd te wijzen op zaken die het mogelijk over het hoofd ziet. Dat betekent tevens dat de ALM-adviseur fungeert als advocaat van de duivel, als luis in de pels: als het bestuur naar links neigt, benoemt de ALM-adviseur daarvan de nadelen en risico's en wijst op de voordelen van rechts en vice versa. Bewust tegenhangen, om de bestuurlijke beslissing en de onderbouwing daarvan krachtiger te maken.

De ALM-adviseur vervult in wezen dezelfde bescheiden rol als de rekenmodellen: hij scherpt het denken aan, niet meer en niet minder. Het is immers niet de ALM-adviseur die de beslissingen neemt, maar het pensioenfondsbestuur. Het bestuur kiest dus ook de ALM-adviseur die het beste bij het fonds past, inclusief de gewenste modelmatige aanpak bij de beleidsvorming. De ALM-adviseur ziet er daarbij kritisch op toe dat het bestuur elk van de drie genoemde processtappen in alle volledigheid zet.

Gedegen beleid start met een helder risicokader

Zonder duidelijk doel voor ogen vaart niemand wel. Een gedegen beleid begint daarom met het beantwoorden van twee vragen:

1. Wat willen we binnen ons pensioenfonds bereiken?
2. Wat willen we niet meemaken?

Met andere woorden: de ambitie en de risicohouding. Die twee vormen samen het risicokader van het pensioenfonds.

De twee vragen ogen betrekkelijk eenvoudig. Toch is het niet per se eenvoudig om ze te beantwoorden. Het formuleren van de ambitie en risicohouding is in feite een zoektocht naar een acceptabel evenwicht tussen de drie hoekpunten van de pensioendriehoek: prijs, kwaliteit en zekerheid. Daarmee is het ook een zoektocht naar een acceptabel evenwicht tussen de belangen van alle stakeholders.

De ambitie zal voor veel fondsen ongeveer als volgt luiden: 'een betaalbare en stabiele premie, een kwalitatief goede pensioenregeling met bestendige indexering en voldoende zekerheid voor de deelnemers en gepensioneerden.' Kwalificaties als 'betaalbaar' of 'voldoende' zijn echter niet toereikend voor een goed beleidskompas. Het is nodig om hier concrete waarden

aan te verbinden, bij voorkeur via expliciet meetbare maatstaven. Denk daarbij aan: maximale premie, minimale indexeringskwaliteit, maximaal afstempelpercentage. Pas als deze maatstaven zijn ingevuld, weet je waar je als pensioenfonds op koerst.

Het invullen van deze maatstaven leidt onherroepelijk tot een trilemma. De wenspunten – lage prijs, hoge kwaliteit en hoge zekerheid – kunnen immers niet alle drie tegelijkertijd worden vervuld. Er zullen lastige keuzes moeten worden gemaakt, waarbij een of meer van de wensen niet volledig vervuld kunnen worden. Kwantitatieve analyses kunnen hierbij van dienst zijn, om enig gevoel te krijgen bij de wisselwerking tussen prijs, kwaliteit en zekerheid.

Wij zijn van mening dat een goed risicokader zodanig is geformuleerd, dat het ook aan deelnemers uitgelegd kan worden. Het moet dus geen technisch hoogstandje zijn, maar bestaan uit een aantal eenvoudig en concreet geformuleerde uitgangspunten. Dat vergroot enerzijds de betrokkenheid en het risicobewustzijn bij deelnemers, maar zorgt ook voor extra scherpte aan de bestuurstaafel. Het is belangrijk de achterban te betrekken bij de vaststelling van het risicokader en het is in onze ogen ook heel waardevol om deelnemers bij dit proces te betrekken.

Er bestaat geen vast recept voor de ambitie en risicohouding van een pensioenfonds. Hoe deze eruitzien is in hoge mate afhankelijk van de karakteristieken en wensen van de belanghebbenden. Daarom is het heel goed mogelijk dat twee verschillende pensioenfondsen een verschillend risicokader hebben, met focus op verschillende zaken. De ALM-adviseur legt bij de totstandkoming van het risicokader vooral de nadruk op risico's die een grote impact hebben op het fonds of deelnemers, maar door het bestuur van een lage prioriteit zijn voorzien. Zo wordt de afweging tussen de lange en de korte termijn, maar ook de afweging tussen prijs, kwaliteit en zekerheid scherp neergezet.

PRAKTIJKVOORBEELD: WETTELIJKE VOORSCHRIFTEN VERSUS EIGEN AANNAMES

In het nieuwe FTK speelt de haalbaarheidstoets een centrale rol. Grenzen in de haalbaarheidstoets zijn onderdeel van de risicohouding van het pensioenfonds. Op basis van de haalbaarheidstoets moeten pensioenfondsen hun deelnemers informeren over verwachtingen en risico's. Voor de te hanteren economische scenario's schrijft de wetgever een uniforme set voor.

Ondanks deze wettelijk voorgeschreven haalbaarheidstoets raden wij aan om het risicokader en beleidskader op basis van eigen modellen, maatstaven en analyses te definiëren. Dat geldt dus zowel voor de ambitie en risicohouding van het fonds als de haalbaarheid daarvan. Het bestuur van het pensioenfonds draagt namelijk zelf de eindverantwoordelijkheid voor zijn beleidskeuzes. Het is dus van groot belang om zelf aannames en verwachtingen van de toekomst vast te stellen en te bepalen tegen welke scenario's het fonds zich wil beschermen. De wetgever, die uniforme maatstaven en scenario's voorschrijft, kan dat niet voor je doen.

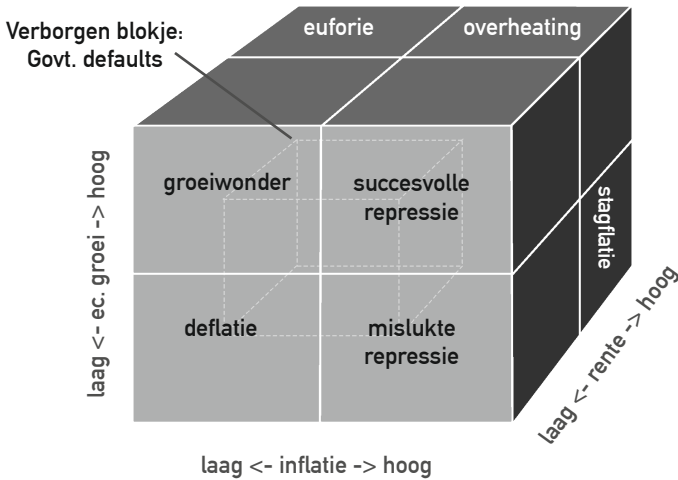
Het beleidskader vormt het hart van het ALM-proces

Het beleidskader is de verzamelnaam voor alle onderdelen van de financiële opzet: het premiebeleid, het toeslagbeleid, het afstempelbeleid en het beleggingsbeleid. Deze worden in samenhang gezien, met het risicokader als basis. Het beleidskader, dat het hart van het ALM-proces vormt, moet ervoor zorgen dat de ambities en risicohouding van het fonds zo goed mogelijk kunnen worden waargemaakt.

Bij het risicokader wezen we op het belang van helderheid en een concrete formulering. Bij het beleidskader is dat niet anders: de uitkomst, de financiële opzet, moet zodanig zijn vormgegeven dat voor alle belanghebbenden vooraf duidelijk is waar ze binnen het pensioencontract aan toe zijn. In pensioenjargon heet dat ook wel een 'compleet contract': voor alle denkbare scenario's worden op voorhand expliciete beleidsregels afgesproken. Voorbeeld: als de dekkinggraad gelijk is aan X, dan bedraagt de premie Y en de indexering Z. Door het contract compleet te maken dwing je jezelf als bestuur om vooraf na te denken over alle risico's en niet pas achteraf, als dat ene vervelende risico zich al heeft voorgedaan. Het voorkomt tevens onplezierige verrassingen bij de belanghebbenden. Overigens betekent een compleet contract niet dat het beleid in beton gegoten is. Er kunnen zich altijd situaties voordoen die vooraf niet voorzien waren, de zogenaamde 'unknown unknowns' of 'zwarte zwanen'. Het bestuur kan dus altijd gemotiveerd afwijken van de beleidsregels.

Bij het formuleren van het beleidskader spelen ALM-studies en -modellen een belangrijke rol. Bij zo'n ALM-studie gaat het om alle onderdelen van de financiële opzet, in onderlinge samenhang, en dus niet alleen om het vaststellen van een beleggingsportefeuille. Een goede ALM-studie is dan ook iets anders dan een langetermijnanalyse op basis van een wolk met duizenden scenario's. Ook deterministische, op de korte termijn gerichte risicoscenario's geven veel inzicht in de impact die beleidsmaatregelen kunnen hebben. De rol van de ALM-adviseur is dus niet alleen om scherpe foto's te maken, maar ook om daarbij uitdagende composities te kiezen en zo de blinde vlekken voor het bestuur zichtbaar te maken.

De lange termijn ALM-analyses bestaan al sinds de jaren negentig. De op de korte termijn gerichte risicoscenario's worden pas veel recenter gebruikt. Het scenariodenken binnen PGGM wordt vormgegeven via de zogenoemde scenariokubus. Langs drie assen worden de belangrijkste economische variabelen rente, inflatie en economische groei bekeken. Er ontstaat een kubus waarin zich acht werelden bevinden. In het midden van de kubus bevindt zich het verwachte scenario van het pensioenfonds.



Figuur 2. Weergave van de belangrijkste economische variabelen in een scenariokubus (Bron: PGGM)

We dichten geen kansen toe aan de werelden in de kubus, maar we laten wel de uitkomsten van alle werelden zien. Het bestuur moet zich bij de vaststelling van het risicokader namelijk bewust zijn van de consequenties in al deze werelden en ze vervolgens bewust accepteren of beleidsmatig mitigeren. Daarbij kan uiteraard langer worden stilgestaan bij een of meerdere werelden. Selectie vindt plaats in interactie met het bestuur.

PRAKTIJKVOORBEELD: BETERE BESTUURLIJKE FOCUS VIA ALM-BOUWBLOKKEN

Via een ALM-studie kan worden onderzocht welk beleggingsbeleid het best aansluit bij het geformuleerde risicokader. De uitkomst van zo'n ALM-studie zou wat ons betreft een beleggingsbeleid op hoofdlijnen moeten zijn, niet een gedetailleerde beschrijving van de allocaties naar de verschillende individuele beleggingscategorieën, zoals hedge funds, infrastructuur en vastgoed. Een rekenmodel is namelijk niet in staat om op zo'n detailniveau alle benodigde afwegingen in de analyse mee te nemen. Waar het ALM-model wel prima bij kan helpen is het vormgeven van een beleggingsbeleid op hoofdlijnen, in de vorm van grofmazige 'bouwblokken' (zie onderstaande figuren).

Allocatie		
Vastrentende waarden	Zakelijke waarden	Grondstoffen

Overlay	
Nominale renteafdekking	Inflatieafdekking

Het doel van deze 'ALM-bouwblokken' is om te komen tot een passend beleggingsbeleid aan de hand van voor ALM onderscheidende criteria. Op deze wijze komt de bestuurlijke focus te liggen op de belangrijkste keuzes die bepalend zijn voor de vraag hoe de ambitie van het fonds binnen de risicohouding kan worden gerealiseerd en niet op allerlei bijzaken die in dit stadium van de besluitvorming minder relevant zijn. De vormgeving van de bouwblokken is continu in beweging. Een goede ALM-adviseur vraagt zich steeds af of zijn gereedschap nog deugt en welke bouwblokken onderscheidend zijn.

Onderzoek naar de optimale allocatie van de onderliggende individuele beleggingscategorieën vindt niet plaats binnen het ALM-proces, maar in een volgende stap binnen de adviesketen. Dat gebeurt dan aan de hand van asset-only analyses en overwegingen op basis van zaken als complexiteit, duurzaamheid en liquiditeit. Zaken die niet in een ALM-model passen en dus ook niet in het ALM-proces thuishoren.

Via continue monitoring blijft het bestuur in control

De belangrijkste toets of de ambitie en risicohouding met het gekozen beleid gerealiseerd worden vindt plaats in de echte wereld, buiten de modellen om. De economie en financiële positie van het fonds ontwikkelen zich nooit volgens een vooraf bedacht scenario en dus kan altijd pas achteraf beoordeeld worden of het gekozen beleid aan de verwachtingen heeft voldaan. Daarom is continue monitoring noodzakelijk.

Wanneer het pensioenfonds te ver afdwaalt van zijn ambitie en risicohouding kunnen alternatieve beleidsvarianten en hun impact aan het bestuur worden voorgelegd. Op deze manier kan het bestuur, indien het dat wenst, doelgericht bijsturen. Zo is en blijft het bestuur gedurende het hele ALM-proces in control.

Bij deze monitoring wordt de ontwikkeling van de voor het pensioenfonds relevante maatstaven voor het bestuur inzichtelijk gemaakt. Dat gebeurt op basis van de huidige financiële positie van het fonds en een omgevingsmonitor. Op basis van deze monitor wordt met het bestuur gediscussieerd over aangescherpte inzichten over de economie en de toekomstige ontwikkelingen daarin. Het is van wezenlijk belang continu te beschouwen of de huidige wereld afwijkt van de aangenomen economische verbanden en scenario's. De ALM-adviseur stelt het bestuur en zichzelf de volgende vragen:

- Is er aanleiding te twijfelen aan de modelaannames die ten grondslag liggen aan het beleid?

- Zijn aanpassingen van het ALM-model noodzakelijk en zijn nieuwe scenario's wenselijk?
- Voldoet het huidige strategisch beleggingsbeleid in deze nieuwe wereld nog aan de ambitie en risicohouding?

Een voorbeeld van een gebeurtenis die dit soort vragen oproept is de daling van de olieprijs eind 2014, met een fors negatief rendement op grondstoffen als gevolg. De vraag is of het negatieve rendement past binnen de aannames onder deze categorie. Ook moet worden beschouwd of de (extreme) daling van de olieprijs aanleiding is om anders over de huidige wereld en mogelijke scenario's te denken. Welke impact heeft deze gebeurtenis bijvoorbeeld op inflatie en economische groei? Wanneer deze vragen zijn beantwoord, kan een bewust besluit worden genomen of wijziging van het beleggingsbeleid gewenst is. Deze wijziging beperkt zich niet per definitie tot de categorie grondstoffen. Een recent ander voorbeeld is de sterk gedaalde nominale rente en het ECB-beleid dat hieraan ten grondslag ligt.

4. Best practices

In elk van de drie stappen in het ALM-proces spelen modellen een belangrijke rol. De kunst is echter om niet blind te varen op de modellen en hun uitkomsten. We moeten ervoor waken dat ALM beleefd wordt als een exacte wetenschap en dat het ALM-model wordt beschouwd als een optimalisatietool, waar na één druk op de knop een kant-en-klare financiële opzet voor het pensioenfonds komt uitrollen. Hoe krachtig en snel onze computers in de toekomst ook zullen zijn, het maken van beleid is en blijft mensenwerk. Een ALM-model is daarbij slechts een stuk gereedschap.

Dat gereedschap moet uiteraard op de juiste manier worden gebruikt. Doe je dat niet, dan gebeuren er ongelukken. Hieronder beschrijven we drie van zulke ongelukken en de wijze waarop ze voorkomen kunnen worden. We zien steeds dat niet het model, maar het onjuiste gebruik daarvan tot ongelukken leidt.

Negeren van kleine kansen

Een stochastische ALM-studie, waarin duizenden scenario's worden gebruikt, laat vaak zien dat extreme risico's slechts met zeer kleine kans voorkomen. Ieder mens, en dus ook een pensioenfondsbestuurder, blijkt moeilijk om te kunnen gaan met het begrip 'kans'. Ons instinct zegt ons bovendien kleine kansen te negeren. Daar ligt het ongeluk op de loer, want juist deze onwaarschijnlijke scenario's hebben vaak een enorm grote impact. Het is dan ook zeer raadzaam om hier dieper op in te zoomen. Via een deterministisch scenario kan inzichtelijk worden gemaakt wat het effect

van een specifiek risicoscenario is en welke oorzaken daaraan ten grondslag liggen. Pas als het bestuur een dergelijk scenario heeft doorleefd kan het bepalen of het een dergelijk risico kan en wil lopen en of een beleidsreactie wenselijk is. Een belangrijke rol van de ALM-adviseur is om de nadruk te leggen op de onwaarschijnlijke scenario's die grote impact hebben.

De ogen sluiten voor modelonzekerheid

Voordat een ALM-studie wordt uitgevoerd, worden aannames voor rendement, rente, bestandsontwikkeling en economische verbanden vastgesteld, in veel gevallen in overleg met het bestuur. Op dat moment wordt er voor al deze grootheden een puntschatting geïntroduceerd die forse impact heeft op de uitkomsten van de ALM-studie en de beleidskeuzes die daaruit volgen. Het is daarom van belang om in de ALM-studie aandacht te schenken aan deze (model)onzekerheid. De economische verbanden en statistische verdelingen in het ALM-model moeten niet worden geïnterpreteerd als de waarheid. Gevoeligheidsanalyses zijn daarbij onmisbaar. De ALM-adviseur wijst het bestuur op juist die aannames die de resultaten en de besluitvorming significant beïnvloeden. Een gevoeligheidsanalyse kan het bestuur meer zicht geven bij deze onzekerheid. Een voorbeeld van modelonzekerheid is de modellering van de nominale rentetermijnstructuur. In het verleden was deze meestal oplopend, de lange rente ligt hoger dan de korte rente. Het verschil tussen de korte en lange rente in de ALM-analyse is zeer bepalend voor de impact van renteafdekking in een ALM-studie. Een groter verschil zorgt voor een hoger rendement. Een gevoeligheidsanalyse waarin dit verschil veel kleiner is, geeft het bestuur meer inzicht in de beleidsbeslissing op het gebied van renteafdekking.

Verkeerd presenteren en interpreteren van modeluitkomsten

Een model is een versimpelde weergave van de werkelijkheid. Uitkomsten uit een model zijn dus altijd omgeven met onzekerheid. Die wetenschap geeft de ALM-adviseur een grote verantwoordelijkheid bij het presenteren en interpreteren van de modeluitkomsten. Neem bijvoorbeeld een ALM-studie waarin voor verschillende beleidsvarianten wordt onderzocht hoe de kans op afstempelen verkleind kan worden. Stel nu dat beleid A tot een kans van 5,1% leidt en beleid B tot een kans van 4,6%. Kunnen we hieruit concluderen dat beleid B superieur is ten opzichte van beleid A? Wij denken stellig van niet: het verschil is immers zo klein dat het binnen de onzekerheidsmarge van het ALM-model valt en de conclusie luidt dat beleid A en B niet onderscheidend zijn op het criterium 'kans op korten'. Het is in onze ogen dan ook overbodig om risicomaten tot achter de komma te presenteren. Het is wat ons betreft bovendien aan te raden om binnen een ALM-studie alleen beleidsvarianten met elkaar te vergelijken die significant van elkaar verschillen.

5. Meer lezen? Literatuur

Guus Boender, Bas Bosma & Lans Bovenberg (2011), 'Het gebruik van ALM-modellen', *Netspar, Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement*.

Hans Staring & Pascal Janssen (2015), 'Vormgeving haalbaarheidstoets dient het doel niet', *De Actuaris*, Uitgave 22-4, p. 36-37.

Stef Vermeulen

Drs. Stef Vermeulen, AAG is manager Actuariel Advies & ALM bij PGGM, waar hij sinds 2006 werkt. In deze periode heeft hij voor verschillende pensioenfondsen ALM-studies uitgevoerd en besturen geadviseerd met betrekking tot risicomangement en het nieuwe pensioencontract.

Dick Boeijen

Ir. Drs. Dick Boeijen, AAG studeerde wiskunde aan de Technische Universiteit Eindhoven en actuariële wetenschappen aan de Universiteit van Amsterdam. Dick werkt sinds 2002 voor PGGM, in diverse functies op het gebied van actuariaat en ALM-advies. De laatste jaren ligt zijn focus vooral op de toekomst van ons pensioenstelsel.

2.BALANSRISICOMANAGEMENT

**Kunnen bestuurders
zwarte zwanen bedwingen?**

HOOFDSTUK 8



Kunnen bestuurders zwarte zwanen bedwingen?

Jeroen van der Put

1. Uitgangspunten

- Het integraal bekijken van de balans van een pensioenfonds is essentieel. Dit wordt ondersteund door ALM-studies en is een van de belangrijkste onderwerpen op de bestuursagenda. ALM heeft echter beperkingen. Op de lange termijn komen tegenvallers vaak weer goed en de kans op onderdekking wordt onderschat. Zwarte zwanen komen vaker voor dan de modellen voorspellen. Kleine kans op grote ellende krijgt daardoor weinig tot geen aandacht.
- Het is zinvol om de beperkingen van de modellen te kennen en breder te kijken. Risico's zijn niet altijd te vermijden. Daarom zijn goed risicomanagement en heldere communicatie met deelnemers onmisbaar.

2. Context: beleggen is de motor van pensioen, maar ook de bron van risico

Een pensioenfonds moet een afweging maken tussen ambitie, risico en kosten. Een hoge ambitie gaat samen met een relatief hoog risicoprofiel en/of hoge kosten in de vorm van premie. Dat een lagere premie-inleg tot een lager pensioen leidt is eenvoudig uit te leggen. Een lager risicoprofiel leidt ook tot een lagere pensioenambitie. Dat is vaak iets minder snel duidelijk. Het is een goed bewaard geheim dat pensioen eigenlijk best eenvoudig is. De kosten die je erin stopt in de vorm van premie plus het beleggingsrendement bepaalt de hoogte van je pensioen. Dat het beleggingsrendement de motor van het pensioen is blijkt uit het feit dat minstens twee derde van het pensioenresultaat van de beleggingen komt. De rest komt uit de premie. Het blijkt voor deelnemers vaak een grote verrassing dat ze voor elke euro inleg er al gauw drie tot vier terugkrijgen.

De keerzijde van beleggen is uiteraard dat er ook risico's aan kleven die tot forse tegenvallers kunnen leiden. We hebben gezien hoe sterk de dekkingsgraden eind 2008 konden zakken. Dankzij de risicodeling via buffers en de hersteltermijn van vijf jaar hoefde er toen bij pensioenfondsen nog vrijwel niet gekort te worden. Risicodeling

is dus een belangrijk onderdeel van een bestendig pensioen. Daarnaast is goed balansmanagement ook van belang. Bij de invoering van het FTK in 2006 is het renterisico explicieter op de agenda gekomen door de verplichtingen op marktwaarde te waarderen. Dat fondsen het renterisico veel meer zijn gaan afdekken heeft na 2008 veel leed voorkomen. Goed zicht op risico's moet echter geen toeval zijn, maar vereist actief risicomanagement.

De daling van de dekkingsgraden heeft tot de nodige maatschappelijke onrust geleid en het vertrouwen in pensioenfondsen is sterk gedaald. Ook al was er altijd al een kleine kans op korten toen de dekkingsgraden nog voldoende hoog stonden, toch is er voor 2008 weinig tot niet over gecommuniceerd met deelnemers. Dat kortingen toch mogelijk bleken was niet alleen voor deelnemers een verrassing; ook menig pensioenfondsbestuurder werd erdoor overvallen. Inmiddels zijn we in een andere wereld beland, waarbij het gevoel van maakbaarheid verloren is gegaan. De pensioenfondsen professionaliseren snel met betere governance, deskundigheid, risicomanagement en communicatie.

De beperking van de modellen

In de modellen om risico's te schatten wordt meestal uitgegaan van de normale verdeling. Dit is een populair uitgangspunt, omdat het vrij logisch lijkt en er makkelijk mee is te rekenen. Met het gemiddelde en de standaarddeviatie (ook sigma genoemd) zijn kansen op onderschrijden van een bepaald niveau snel bepaald. Je kunt het bijna uit je hoofd. De ruimte van 1 sigma rond het gemiddelde omvat ongeveer 66% kansdichtheid. Bij 2 sigma is dat 95% en bij 3 sigma 99%. De kans om meer dan 2 sigma onder het gemiddelde uit te komen is dan 2,5%. Het vereist eigen vermogen bij pensioenfondsen is erop gericht de kans op onderdekking maximaal 2,5% te laten zijn. Een fonds moet dus een 2-sigma gebeurtenis kunnen opvangen. Theoretisch gezien kan een fonds eens in de veertig jaar in onderdekking komen. Dat is de maatschappelijke norm waar fondsen vanuit kunnen gaan.

De gebeurtenis op de financiële markten in 2008 is zeker een 5-sigma gebeurtenis geweest. Volgens de normale verdeling is de kans hierop 1 op 2 miljoen. Die hele kleine kans is toch uitgekomen. Het was niet uit te sluiten en nu het toch is gebeurd zou je kunnen denken dat we er weer voor twee miljoen jaar vanaf zijn. Dat is echter wat te optimistisch gedacht. Zo is het minder dan honderd jaar geleden dat er een grote crash is geweest in 1929. Sindsdien zijn er ook veel schokken geweest met een extreem kleine kans. Vanwege globalisering, het wegnemen van kapitaalrestricties en sterk toegenomen leverage klotst de geldstroom op de financiële markten sneller en sterker heen en weer dan in het verleden. Dat maakt de beheersbaarheid moeilijker en als het fout gaat kan de schok groter worden. Daar waar veel crises vroeger lokaal bleven (Zweden, Mexico, Rusland in de jaren negentig van de twintigste eeuw), lijken ze nu sneller globaal te kunnen worden. Resultaten uit het verleden zijn geen

garantie voor de toekomst': dit is vandaag meer het geval dan tien jaar geleden. Los van de globalisatie pompen centrale banken wereldwijd op grote schaal nieuw geld in het systeem. Als je dat tien jaar geleden had voorspeld was je voor gek verklaard. Toch gebeurt het om een rauwe economische sanering te voorkomen. Het vermindert echter de druk om de problemen echt op te lossen. De kans is daarom reëel dat de financiële stabiliteit daardoor eerder afneemt dan toeneemt.¹ Ook de kans dat een 5-sigma-gebeurtenis zich voordoet neemt erdoor toe.

Dat is precies wat Nassim Taleb in zijn boek² over de zwarte zwanen betoogt: bij de normale verdeling neemt de kans op waarnemingen die verder van het gemiddelde vandaan liggen exponentieel af. Daardoor is er een sterke onderschatting op heftige gebeurtenissen. Extreme resultaten ('outliers') worden onderschat. Het hedgefonds LTCM met briljante geesten aan boord ging eind jaren negentig van de twintigste eeuw toch failliet, omdat het geen rekening hield met outliers. Daardoor waren de risicoposities te groot. Volgens Taleb wordt bijna alles bepaald door zeldzame schokken, terwijl onderzoekers focussen op de normale verdelingen die grote afwijkingen negeren. Normale verdelingen geven het gevoel dat de onzekerheid is getemd. Hij noemt de normale verdeling daarom GIF: Great Intellectual Fraud. De insteek van Taleb is om beter ongeveer juist te zijn bij een brede set van mogelijkheden dan precies correct in een beperkt model met exacte aannames: better broadly right than precisely wrong.

In de pensioensector zijn ALM-studies heilig verklaard. We gebruiken ze bij het ontwikkelen van beleid, voor risicobudgettering en het onderbouwen van beleggingskeuzes. De toezichthouder legt er veel nadruk op. Er is veel vertrouwen in de uitkomst zonder dat goed inzicht bestaat in de beperkingen van het model, parameters en andere input. Door met gemiddelden te werken over langere perioden ontstaat een rustig beeld. Het helpt ook als de rente in vijf jaar tendeert naar een evenwichtswaarde van 3 à 4%. Op de langere termijn komt bijna alles vanzelf weer goed. Zeker als we geen overdreven spreiding toepassen en de kans op outliers onderschatten. De vraag is of we voldoende rekening houden met de beperkingen van het model. Het goed inzetten van ALM-studies is een kunst op zich. Er zitten veel aannames in die een materiële impact hebben op de uitkomst. Technische hoogstandjes kunnen een verkeerd gevoel van comfort geven, terwijl ze geen echte oplossing bieden. Statistiek heeft last van dikke staarten die niet goed zijn in te schatten. Volatiliteit en correlaties zijn niet stabiel, maar dit zijn wel essentiële onderdelen van de kansberekeningen. Het is daarom niet onverstandig om daar gevoeligheidsanalyses op los te laten. Dat geldt uiteraard ook voor het economisch uitgangsscenario. Zo voorkomen we dat ALM een black box blijft waarvan de

1 Zie ook: George Soros (1998)

2 Zie Nassim Nicholas Taleb (2007).

uitkomsten te makkelijk worden gebruikt in de beleidskeuzes.

Naast de stochastische ALM-techniek is het belangrijk om meer in stressscenario's te denken en daar het beleid robuust voor te maken. Dat is sterker dan staren naar gemiddelden en 2,5% percentielen.

3. Debatten

Lessons learned

Staartrisiko's zijn zeer kleine kansen op extreme gebeurtenissen. De kans bij de 5-sigma-gebeurtenis van 2008 was zo ontzettend klein dat die mogelijkheid van de radar is afgevallen bij de beleidsbepalers. Veel fondsen hadden toen dekkinggraden van 140% of hoger. Toen waren er twee beleidsopties om uit te kiezen. De eerste optie was om veel beleggingsrisico te lopen voor een nog hogere ambitie, omdat er ruimschoots genoeg buffer was. De tweede optie was om juist risico af te bouwen, omdat er ruim voldoende middelen waren om tot in lengte van dagen met weinig risico een geïndexeerd pensioen te kunnen realiseren. Over het algemeen hebben fondsen gekozen voor de eerste optie. Er werd onvoldoende rekening gehouden met de mogelijkheid dat de financiële positie zo extreem kon verslechteren. Het gevolg is dat door de financiële crisis dekkinggraden van 150% op een niveau van onder de 100% uitkwamen. Ook de hogere buffereis uit het nFTK had dat niet kunnen voorkomen.

Sommige fondsen wijzen specifieke risico's aan die ze sterk willen reduceren. De dekkinggraad van PNO Media was in 2004 met 105% relatief laag. Het fonds liep het risico dat het als een van de zeer weinige fondsen zou moeten korten. Dat was voor een bedrijfstakpensioenfonds met vrijwillige aansluiting een relatief groot risico. PNO Media heeft toen besloten de risicopositie zodanig aan te passen dat de kans op onderdekking op 1-jaarsbasis van 30% daalde naar 6%. Dit gebeurde door het renterisico met swaps en het aandelenrisico met puts af te dekken. Daarmee werd de aandelenexposure feitelijk sterk teruggebracht. Bij dalende aandelenkoersen zou de effectieve exposure verder afnemen en bij stijgende koersen juist toenemen. Hierdoor is de dekkinggraad weer langzaam gegroeid tot boven de 120% en kon er weer geïndexeerd worden. De risicobescherming was nog voor een belangrijk deel intact toen de financiële crisis in 2008 uitbrak. Daardoor is de daling van de dekkinggraad minder sterk geweest dan bij veel andere fondsen.

Het fonds heeft vervolgens bij een dekkinggraad van 95% het risicoprofiel niet verlaagd vanwege de slechte financiële positie. De meeste fondsen zaten immers in dezelfde situatie en de crisis werd breed uitgemeten in de media. De maatschappelijke verwachtingen zijn daardoor beïnvloed. DNB heeft toen ook de hersteltermijn

verlengd van drie naar vijf jaar. Door het risicoprofiel intact te laten en de aflopende putopties niet door te rollen heeft PNO Media groot voordeel behaald bij het sterke herstel van de aandelenmarkten.

Bij Pensioenfonds PostNL is in 2010 een soortgelijke strategie uitgevoerd. Er moest worden voorkomen dat de dekkingsgraad te ver zou kunnen wegzakken. Daardoor zou namelijk de claim op de sponsor vanwege de bijstortverplichting ondraaglijk kunnen worden. De risicopositie is toen verlaagd. Door het gebruik van een niet-lineaire beschermingsconstructie met opties en swaptions werd de aandelen- en rente-exposure beweeglijk en afhankelijk van marktontwikkelingen. Het voordeel is dat het neerwaarts risico steeds sterker afgedekt wordt bij dalende rente- en aandelenkoersen. Het neerwaarts risico was daarmee afgedekt en het fonds zou wel kunnen profiteren van stijgingen zoals in een inflatoir scenario met stijgende rentes. Dit biedt dus de nodige voordelen. Een aandachtspunt is dat het toepassen van deze niet-lineaire beschermingsconstructies duur en complex is en veel van een bestuur en organisatie vraagt. Ook is de uitvoering van transacties duurder en vraagt deze meer doorlooptijd. Inmiddels is het fonds gestopt met deze niet-lineaire constructies. Het renterisico wordt beheerst met swaps waarmee relatief eenvoudig op bepaald vast hedgepercentage wordt gestuurd.

Ten behoeve van het bepalen van de risicopositie van het fonds heeft PNO Media in 2013 een risicobereidheidsonderzoek uitgevoerd. Hieruit bleek een significante minderheid in eerste instantie een lager risico te overwegen. Dat speelde zelfs nog iets meer bij actieven dan bij gepensioneerden. Veel deelnemers uit deze risicomijdende groep waren bang dat er later geen pensioen meer over zou zijn en kozen daarom voor een lager risicoprofiel. Toen die vrees werd opgelost door een bodem van 50% te veronderstellen, bleek dat ze juist voor een hoger risicoprofiel kozen. In principe kun je zo'n bodem niet echt garanderen, maar bij stevige stressscenario's bleef het pensioenresultaat toch nog steeds boven de 50%. Veel deelnemers blijken geen goed beeld te hebben van de risico's van hun pensioen. We weten uit de gedragseconomie dat mensen bijzonder slecht in staat zijn om financiële keuzes te maken onder onzekerheid en bij een langetermijnhorizon.³ Er is overdreven zorg voor een slecht pensioenresultaat. Ook zijn er veel deelnemers die liever zelf sparen of beleggen, omdat ze bang zijn dat ze bij het fonds minder dan de inleg terugkrijgen aan pensioen. Op de vraag hoeveel euro de deelnemer terugziet van elke euro ingelegd kapitaal komen de meeste antwoorden uit tussen 75 cent tot anderhalve euro. In werkelijkheid ligt dit tussen de drie en vier euro. Met dat inzicht bleek de houding ten aanzien van kortingen te ontspannen. De beleggingsrisico's worden duidelijk overschat en het belang van indexatie en rendement sterk onderschat. Meer kennis

3 Zie Daniel Kahneman (2012).

en inzicht heeft aantoonbaar invloed op de risicobereidheid. Het goed managen van verwachtingen van deelnemers is dus een belangrijke voorwaarde voor het kunnen nemen van beleggingsrisico in het pensioenfonds.

Hoe omgaan met de zwarte zwanen?

Crises kunnen vaker en erger uitpakken dan waarmee in de modellen rekening wordt gehouden. In het nieuwe standaardmodel van DNB wordt daarom strenger naar risico's gekeken, door uit te gaan van grotere schokken. Voor dezelfde beleggingsportefeuille moet een fonds al snel 5%-punt meer buffer hebben. Het vereist eigen vermogen stijgt dan van bijvoorbeeld van 20% naar 25%. Waar de veronderstelde kans op onderdekking 2,5% was bij een dekkingsgraad van 120% is die kans nu 2,5% bij een dekkingsgraad van 125%. De hogere buffers maken het pensioen iets zekerder en daardoor duurder. Ook deze hogere buffers hadden de onderdekking in 2008 echter niet kunnen voorkomen.

We kunnen de modellen uiteraard wel verder verbeteren. De staarten van de kansverdelingen worden dikker gemaakt. Extreme waarnemingen komen echter te weinig voor om een goede analyse te kunnen maken. Het nemen van een extra lange historie om meer data mee te nemen roept de vraag op of dat wel representatief is voor de toekomst. Wellicht dat betere modellen een iets nauwkeuriger schatting van de kansverdelingen opleveren. De complexiteit neemt daardoor wel toe, waardoor het black-boxkarakter verder versterkt wordt. Het blijft hoe dan ook toch onduidelijk wat een ALM-kans van 2,5% precies is. Het werkt anders dan bij een dobbelsteen, waarbij de kans op een '3' precies te duiden is als 1/6. Dit zogenoemde kardinale aspect is bij ALM niet goed oplosbaar. Het ordinale aspect werkt wel in de zin dat een kans van 2,5% kleiner is dan een kans van 10%. Daarom is het bij ALM vooral zinvol om meerdere varianten voor de strategie van het fonds relatief te vergelijken en niet zozeer door naar absolute uitkomsten en kansen te kijken. Om ALM-uitkomsten door de tijd goed vergelijkbaar te houden, moet er dan niet te veel gesleuteld worden aan de modellering en de parameters. Een robuuste modellering geeft zicht op de grote lijn. Dat vermindert de kans op datamining waarbij te veel ruis gemodelleerd wordt en de voorspelkracht gefrustreerd raakt. Ook hier geldt: better broadly right than precisely wrong.

Het wordt steeds gebruikelijker om naast de ALM-analyse meer deterministische analyses te doen. Hierbij wordt afgezien van de kansverdelingen, maar worden scenario's opgesteld die wel extreem zijn maar niet totaal onwaarschijnlijk. Vervolgens wordt gekeken hoe verschillende beleggingsstrategieën uitpakken in deze scenario's. Er wordt bij deze methode dus niet met kansen gewerkt, maar met de consequenties van scenario's. Het voordeel is dat bestuurders veel meer betrokken raken in de analyse en sneller openstaan voor aanpassingen. Het is ook zinvol om niet

alleen vanuit de bestaande oplossing te denken maar ook met ‘blank sheet of paper’ totaal verschillende strategieën uitwerken. Zo worden reële opties bestudeerd die er zijn om staartrisiko's af te dekken en los te komen van een ‘confirmation bias’. Het bestuur kan dan een selectie van beleggingsstrategieën maken die in alle scenario's tot enigszins acceptabele uitkomsten leiden. Dat zijn bijvoorbeeld strategieën die in zeer goede scenario's relatief minder goede resultaten hebben, maar in zeer slechte scenario's tot relatief betere uitkomsten leiden. Dat sluit aan op de asymmetrische nutscurve: een euro verlies voelt twee keer sterker dan een euro winst.

Een laatste aspect betreft de opstelling van de organisatie tijdens de uitvoering van het beleid. Onderzoek in ziekenhuizen wijst uit dat het invoeren van regels en procedures de kans op fouten in eerste instantie sterk verlaagt, maar dat die kans juist weer toeneemt als er een overdaad aan regels en procedures ontstaat.⁴ Het risicomanagement wordt routine en de organisatie gaat te veel over op de automatische piloot. Het is echter belangrijk dat een organisatie alert blijft. In de reguliere monitoring kunnen de deterministische analyses met scenario's en beleggingsstrategieën besproken en getoetst worden op actuele ontwikkelingen om te bezien of bijstelling nodig is. Daarnaast is een spoedprocedure zinvol. Elke crisis is weer anders. Relevante experts en beslissers moeten dan snel de koppen bij elkaar kunnen steken om met gezond verstand te kunnen handelen. Het is belangrijk dat pensioenfondsen hun ervaringen delen. *Black Box thinking*⁵ geïnspireerd door de luchtvaartindustrie, helpt om te leren van fouten en maakt de pensioensector sterker in het belang van de deelnemer.

4. Best practices

- Pas ‘better broadly right than precisely wrong’ toe. In de praktijk komen grote schokken vaker voor dan op basis van de modellen is te verwachten. Een bestuurder kan een beleid inrichten waarbij rekening gehouden wordt met staartrisiko's. De oplossing zit niet zozeer in het vervormen van ALM-technieken. Het spel met de zwarte zwanen is veelomvattend. Het is belangrijk de beperkingen van ALM te onderkennen, meer los te komen van de techniek en breder te kijken.
- Staartrisiko's kunnen doorgaans het best met een deterministische analyse in kaart gebracht worden, door verschillende beleggingsmogelijkheden te toetsen

4 Zie Tal Katz-Navon, Eitan Naveh en Zvi Stern (2005).

5 Zie Matthew Syed (2016).

in extreme scenario's en te bezien welke strategieën acceptabel zijn en binnen de gestelde pijngrens vallen. Dit verhoogt het inzicht en de betrokkenheid van bestuurders. De acceptabele strategieën kunnen vervolgens in een ALM-analyse meegenomen worden voor verdere verfijning. Zo combineer je twee methoden, en dat maakt de uitkomst robuuster.

- Het is niet goed als het risicomanagement routine wordt en de organisatie op de automatische piloot vaart. Het is zinvol om in de reguliere monitoring de economische scenario's en alternatieve strategieën te toetsen aan de actualiteit. Niet zozeer om vaak veranderingen door te voeren, als wel om de organisatie bewust en alert te houden. Het is belangrijk om een spoedprocedure te hebben om snel met de relevante experts en beslissers om de tafel te kunnen zitten. Dikke boeken met procedures bieden niet altijd de oplossing en kunnen verlamdend werken. Elke crisis is weer anders en vraagt situationeel handelen met gezond verstand. Een crisis is niet te voorspellen en zeker niet te timen. Het is dus relevant om het beleid en de organisatie vooraf weerbaar te maken voor extreme scenario's. Tijdens de crisis ben je te laat.
- Schokken zijn niet te voorkomen, maar 'game over' wel. Naast goed risicomanagement is ook goede communicatie essentieel. Dat is niet alleen zenden, maar vooral ook luisteren. Zoals we slechts één mond hebben, maar twee oren. Een risicobereidheidsonderzoek geeft inzicht in het beeld dat deelnemers hebben van hun pensioen en wat voor risico's ze willen lopen. Het brengt meer focus op de specifieke risico's die het fonds wil reduceren of wil uitruilen. Uitingen van het pensioenfonds moeten daarop worden afgestemd. Als het bestuur het beleid niet laat aansluiten op de wensen van de achterban, moet dat goed uitgelegd worden. Hiermee kunnen de verwachtingen gemanaged worden. Dan wordt duidelijk dat een goed pensioen niet maakbaar is en tegenvallers kan kennen. Tegenvallers zijn dan geen verrassingen en leiden niet tot een vertrouwensbreuk. Een helder en eerlijk beeld van het pensioen levert vertrouwen op, ook in het maatschappelijk debat. Daarmee komt er meer ruimte voor beleggen. En dat is toch de motor van een goed pensioen!

5. Meer lezen? Literatuur

Tal Katz-Navon, Eitan Naveh & Zvi Stern (2005), 'Safety Climate in Health Care Organizations: A Multidimensional Approach', *Academy of Management Journal*, 48(6), 1075-1089.

George Soros (1998), *The Crisis of Global Capitalism: Open Society Endangered*. New York: Public Affairs.

Nassim Nicholas Taleb (2007), *The Black Swan. The Impact of the Highly Improbable*. New York: Random House.

Daniel Kahneman (2011), *Thinking, Fast and Slow*, New York: Farrar, Straus and Giroux.

Matthew Syed (2016), *Black Box Thinking*, London: Portfolio.

Jeroen van der Put

Drs. Jeroen van der Put RBA is bestuurslid van pensioenfonds PostNL, lid van het samengesteld belanghebbende orgaan van Centraal Beheer APF en voorzitter van de commissie risicomanagement van de Pensioenfederatie. Tot april 2018 was hij directeur van Media Pensioen Diensten.

Jeroen is zijn carrière begonnen als kwantitatieve analist en belegger bij IRIS, het toenmalige beleggingsresearch- en publishing house van Rabobank en Robeco. In het verleden was Jeroen CFO/COO van Robeco Bank Belgium en algemeen directeur van IRIS. Hij heeft econometrie gestudeerd aan de Erasmus Universiteit.

3. BELEGGINGSBELEID

Fons Lute

Fons Lute RBA heeft meer dan dertig jaar ervaring in het vermogensbeheer bij institutionele beleggers. Hij werkt sinds 2016 als client portfolio manager bij Russell Investments in Amsterdam en Londen, waar hij verantwoordelijk is voor het beheer van multi-asset portefeuilles die voor pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen worden beheerd. Daarvoor werkte Fons onder andere bij BlackRock Solutions (London), PGGM, Blue Sky Group, Fortis Investments, Delta Lloyd, Hoogovens Pensioenfonds en PGB. Hij is vele jaren lid geweest van beleggingscommissies bij pensioenfondsen en heeft les gegeven bij SPO en aan de VU. Bij de VBA is Fons voorzitter van de Accreditatiecommissie Permanente Educatie en lid van het Curatorium Permanente Educatie.

3. BELEGGINGSBELEID

Hoe ga ik als bestuurder
om met de spagaat
tussen beleggen op basis van
langetermijnverplichtingen
met een kortetermijnfocus?

HOOFDSTUK 9

Hoe ga ik als bestuurder om met de spagaat tussen beleggen op basis van langetermijnverplichtingen met een kortetermijnfocus?

Jaap van Dam

1. Uitgangspunten voor langetermijnbeleggen

- Langetermijnbeleggen lijkt op afvallen. Op papier is het goed te doen, in de praktijk vergt het discipline en het vermijden van dagelijkse verleidingen. Als het niet lukt is het makkelijk om de schuld op de omstandigheden te schuiven. Auteur is op beide terreinen ervaringsdeskundige. Net als bij overgewicht zijn de consequenties op lange termijn potentieel kostbaar. Vóór 2030 verwacht ik rechtszaken met als kernvraag: 'hoe is het mogelijk dat u rond 2018 ruim de helft van de ingelegde premie langjarig heeft vastgelegd tegen een verwacht reëel rendement van 0% of lager?'
- Terwijl elke pensioenfondsbestuurder het belang van de lange termijn zal onderschrijven, wordt daar lang niet altijd naar gehandeld. De kunst is u niet over te geven aan alle afleidingen die om kortetermijnbeleid vragen, maar u aan de lange horizon vast te houden.
- Bij de huidige extreem lage rente is de spanning tussen korte en lange termijn groot: tegenover het afdekken van het op korte termijn dominante renterisico staat een reëel rendement van 0% of lager. Het dienen van de kortetermijndoelstellingen draagt dus in het geheel niet bij aan het realiseren van de langetermijndoelstellingen. Als u zich nu teveel op de korte termijn richt, gaat dat mogelijk gepaard met een grote langetermijnteurstelling van de deelnemers.
- De spagaat is zelden volledig te vermijden. Mijn belangrijkste advies is: richt bewust de blik op de langere termijn en maak een expliciete afweging tussen het beleid dat op lange termijn de ambitie realiseert en het beleid dat op korte termijn past binnen de randvoorwaarden. Zo krijgt u een concreet beeld van de prijs die u betaalt om aan de randvoorwaarden van de korte termijn te voldoen en kunt u een zo bewust mogelijke afweging maken tussen de lange- en de kortetermijnkrachten.

2. Context

Pensioenfondsen zijn langetermijnbeleggers, maar het lijkt wel alsof onze beleggingscyclus steeds korter wordt. Hoort dat zo of is er reden voor bezorgdheid? Hoewel er sterke aanwijzingen zijn dat een volledig op de lange termijn gericht beleggingsbeleid op lange termijn een hoger rendement zal opleveren, zijn er in de praktijk vrijwel altijd redenen om u ook op de kortere horizon te richten. Hier ontstaat de spagaat tussen het op korte termijn acceptabele (nominale dekkingsgraad)risico en de lange termijn (reële) rendementsambitie. De vraag is: hoe combineert u die twee evenwichtig? De manier waarop het bestuur risico's moet beheersen, wordt steeds meer voorgeschreven door de toezichthouder. Die heeft de neiging om het bestuur zich steeds meer te laten concentreren op de korte termijn. Hoe voorkomt u vervolgens dat u als bestuurder procyclisch handelt, door te sterk op de korte termijn te sturen, of aan de andere kant beleggingen en keuzes uit te stellen of te vermijden die op lange termijn het beste voor het fonds en de deelnemers zijn, maar niet op korte termijn?

In deze paragraaf staan de volgende vragen centraal:

1. Waarom moeten pensioenfondsen langetermijnbeleggers zijn?
2. Welke kosten en opportunity costs zijn verbonden aan een te grote focus op de korte termijn?
3. Wat weerhoudt een fonds ervan in voldoende mate een langetermijnbelegger te zijn?

In de antwoorden op deze vragen zult u als pensioenfondsbestuurder waarschijnlijk weinig tegenkomen dat u niet al wist. De vraag is: is het mogelijk om de lange en de korte termijn op een evenwichtige manier bij elkaar te krijgen in beleidsvorming en uitvoering, en zo ja, hoe dan?

2.1 Waarom moeten pensioenfondsen langetermijnbeleggers zijn?

Pensioenfondsen moeten langetermijnbeleggers zijn, omdat ze uiteindelijk niets anders zijn dan een vehikel om een goed pensioen voor hun deelnemers te realiseren. Ze hebben de premie van hun deelnemers lang ter beschikking en de theorie en praktijk van het beleggen laten overtuigend zien dat beleggen op lange horizon meestal met forse risicopremies wordt beloond.

Een pensioenfonds is een instituut ('agent') dat handelt in het belang van zijn belangrijkste belanghebbenden ('principalen'): de deelnemers en voor zover betrokken, de werkgevers. De doelstelling van de principalen is in een algemene vorm: geef me een zo goed mogelijk pensioen tegen een betaalbare premie. In deze doelstelling is de

spanning tussen de hoogte van de premie (*affordability*) en kwaliteit – de hoogte en mate van zekerheid – van het pensioen (*certainty*) tastbaar.

Uniek aan het sparen voor pensioen is de lange periode tussen het moment van inleggen van de premie en het moment van uitkeren. De lange horizon is een extreem waardevol bezit van de deelnemer dat hij delegeert aan het fonds. De waarde van dit bezit komt tot uiting in de risicopremies die de kapitaalmarkt – meestal – biedt. Deze premies zijn te duiden als premies die worden geboden om af te zien van zekerheid, vooral op een relatief korte horizon. Een belangrijke maatschappelijke reden om pensioen te delegeren aan fondsen is dan ook dat deze instituties beter (rationeler en met focus op de pensioendoelstellingen) met onzekerheid zouden moeten kunnen omgaan dan individuen. Als fondsen dat niet meer (kunnen) doen zal dat hun bestaansgrond ondermijnen.

Een breed geaccepteerde *ordegrootte* van gemiddeld over lange perioden verwachte risicopremies is als volgt:

- korte rente ten opzichte van inflatie: circa 1% per jaar;
- lange rente ten opzichte van korte rente: circa 1% per jaar;
- aandelen ten opzichte van korte rente: circa 4% per jaar;
- illiquide ten opzichte van liquide beleggingen: circa 2% per jaar.

Door de kracht van het rente-op-rente effect op lange horizon zijn de langetermijnverschillen in verwachte uitkomsten tussen verschillende beleggingscategorieën enorm. In onderstaande tabel zijn reële rendementen opgenomen, dus na correctie voor inflatie. Rondom deze rendementen op een veertigjaarshorizon bestaat natuurlijk een behoorlijke onzekerheid, maar aan de lange horizon van veertig jaar gloort het cumulatieve rendement dat bij zakelijke waarden zoals aandelen en private equity met aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid veel groter is dan dat van vastrentende waarden zoals sparen of langlopende obligaties.

	REËEL	40 JAAR	€ 1,00 WORDT
Sparen	1%	49%	€ 1,49
Lange obligaties	2%	121%	€ 2,21
Aandelen	4%	380%	€ 4,80
Private Equity	6%	929%	€ 10,29

Tabel 1. Lange termijn reële samengestelde rendementen op grond van breed geaccepteerde langetermijnrendementsverwachtingen per jaar en na veertig jaar.

Deze tabel maakt in één oogopslag duidelijk op welke beleggingscategorieën u zich vooral moet richten als u een lange termijn heeft en u affordability relatief belangrijk vindt: belegt u veertig jaar in cash (sparen) dan betaalt u vandaag $1/1,49 = 0,6$ euro premie om over veertig jaar een euro pensioen te krijgen in de koopkracht van vandaag; belegt u in private equity, dan koopt u over veertig jaar een uitkering van een euro voor minder dan 0,1 euro vandaag: een verschil van een factor 6 in te betalen premie!

De vraag is dus eerder wat de redenen zijn om *niet* op lange horizon te beleggen dan om dat wel te doen. Op het moment van schrijven geldt voor dertigjaarsswaps dat zij een verwacht reëel rendement van nul procent of minder hebben: dit betekent dat u nu *meer* dan een euro premie moet betalen om in de toekomst een euro met dezelfde koopkracht te ontvangen.

2.2 Welke kosten en opportunity costs zijn verbonden aan een te grote focus op de korte termijn?

De kosten en opportunity costs van kortetermijndenken kunnen groot zijn. Hier onderscheid ik drie bronnen van kosten en opportunity losses: de verkeerde mix, 'too often and too short', procyclisch gedrag.

De verkeerde mix. Bovenstaand wordt al duidelijk dat een te veel op kortetermijnzekerheid gerichte mix een hoge prijs met zich meebrengt, die of de premie fors opjaagt of het op lange termijn verwachte pensioen sterk kan schaden. Ook kan het zijn dat de mix voor de gemiddelde deelnemer goed is, maar voor specifieke deelnemers (jong, oud) niet.

'**Too often and too short**', een citaat van Keith Ambachtsheer. Pensioenfondsen zijn geneigd om meer beslissingen over de mix of de beleggingen te nemen dan rationeel is op grond van werkelijke informatie. Externe managers worden vaak ontslagen na een relatief korte periode van underperformance en tactische assetallocatie is voor de meeste fondsen een activiteit met een negatief resultaat. Dit alles geeft te hoge transactiekosten en economisch matige of slechte beslissingen.

Procyclisch gedrag. Als een fonds zich vooral op de korte termijn richt, zal het vaak proberen slimmer te zijn dan de markt. Ook dit gaat vaak ten koste van resultaat en het richten van de per definitie schaarse aandacht op de lange termijn. Dit kan bijvoorbeeld resulteren in kostbare verzekeringsstrategieën die ten laste komen van het rendement op lange termijn.

Hoewel het wenselijk is om een eenduidige 'prijs' te kunnen toekennen aan een te grote focus op de korte termijn, is hier helaas beperkt inzicht

in. Op grond van een aantal exercities concludeert Boender et al¹ dat de langetermijnoportunitetskosten van kortetermijngedreven beleid zeer aanzienlijk zijn, circa negentig basispunten per jaar. Consultants zoals Urwin en Ambachtsheer stellen dat de ordegraote per jaar geschat moet worden op 1% of meer van het jaarlijkse nettorendement. Dit is een groot effect, te vergelijken met een verschuiving van de beleggingsallocatie van tientallen procenten van obligaties naar aandelen.

2.3 Wat weerhoudt een fonds ervan in voldoende mate een langetermijnbelegger te zijn?

In deze subparagraaf komen redenen voor meer op de korte termijn gericht gedrag naar voren. Sommige aspecten zijn voor een fondsbestuur nauwelijks te beïnvloeden, andere makkelijker. De belemmeringen vallen ruwweg uiteen in vier categorieën: (A) De opzet van het fonds, (B) De besturing van het fonds, (C) Gedrag en kennis van het bestuur, (D) De huidige context.

A. DE OPZET VAN HET FONDS

De opzet van het fonds kan een grote, potentieel heel moeilijk te veranderen barrière zijn om u op de lange termijn te richten. Het gaat hier om de echt grote zaken: defined benefit, defined contribution of een van de vele schakeringen daartussen. Hoe harder de toezegging, hoe meer u gedwongen bent een beleggingsbeleid te voeren dat gericht is op het realiseren van de toezegging en dat dus vastrentend van aard is. Dit knelt zeker bij een lage rente en een lage dekkingsgraad. Ook een grote diversiteit aan deelnemers met een verschillende horizon samen in één beleggingsoplossing kan een knelpunt zijn. De belangen van de verschillende generaties lopen dan fors uiteen.

B. DE BESTURING VAN HET FONDS

Hier staat de vraag centraal: naar welke maatstaven kijkt u eigenlijk als u nadenkt over het te voeren beleggingsbeleid? Komen de korte en de langere termijn daarin voldoende evenwichtig aan de orde? Kijkt u alleen naar dekkingsgraadrisko of ook naar een langetermijnrisicomaat? Kijkt u bij het nadenken over uw beleid door de achteruitkijkspiegel (eenvoudig en lekker objectief!) of door de voorruit (moeilijk en onzeker!)?

C. GEDRAG EN KENNIS VAN HET BESTUUR

Kennis en gedrag van het bestuur van het fonds kunnen een grote invloed hebben op de horizon waarop het fonds zich richt en de beslissingen die het neemt. Niets menselijks is bestuurders van pensioenfondsen vreemd: mensen zijn altijd weer toberig over de korte termijn, overschatten hun voorspelkracht, onderschatten

1 Guus Boender, Sacha van Hoogdalem en Jitske van Londen (2009), 'Het managen van lange- en korte termijn risico's'.

lange termijn evenwichtsherstellende krachten. Mensen extrapoleren het kortetermijnverleden. Als u hiervan bewust bent, kunt u zich hiertegen wapenen.

D. DE HUIDIGE CONTEXT

Veel pensioenfondsen zitten op dit moment dicht tegen onderdekking aan. Als je vlak langs een ravijn rijdt heeft het op korte termijn vermijden van het ravijn vanzelfsprekend meer aandacht dan als je daar een eind vanaf bent. Overleven op korte termijn krijgt daarmee begrijpelijkerwijs veel aandacht, ook van de media. De langere hersteltermijnen in het nieuwe FTK helpen om de korte termijn minder knellend te maken.

3. Debatten

Meer richten op de lange termijn klinkt leuk. Veel fondsen zijn echter juist in de problemen gekomen doordat de gerichtheid op de lange termijn hen alle kaarten op langetermijnrendement deed zetten, zonder goed naar de verplichtingen te kijken. Rendementsverwachtingen waren vaak onrealistisch hoog, want gebaseerd op het recente, rooskleurige verleden. Daarnaast was de horizon waarop beleid gevormd werd vaak zo lang dat langetermijnveronderstellingen over rendementen elke noodzaak om op de kortere horizon te kijken wegnam. Er bestaat dus ook een te lange horizon.

Voor de grote financiële crisis van 2008/2009 dachten de meeste pensioenfondsen statisch over de beleggingsmix. Sinds de crisis wordt er weer veel breder serieus aandacht besteed aan de vraag of het beleggingsbeleid zou moeten variëren met de financiële positie en/of met de verwachte, in de tijd variërende risicopremies. Concrete uitwerking hiervan staat nog in de kinderschoenen.

Veel pensioenfondsen hebben specifieke beleggingsovertuigingen over passief en actief beleggen. Het beleggingsbeleid dynamisch aanpassen om meer aan te sluiten bij de langetermijn- of juist bij kortetermijndoelstellingen kan worden gezien als actief beleid en zal dan mogelijk niet snel aansluiten bij de beleggingsovertuiging.

4. Best practices: hoe organiseert een pensioenfonds zich zo dat de spagaat tussen de korte en de lange termijn zo goed mogelijk wordt geadresseerd?

In deze paragraaf staan adviezen om zo goed mogelijk om te gaan met zowel de korte als de lange termijn en de spanning daartussen. Hier komt de vierdeling uit de paragraaf 'context' terug.

A. DE OPZET VAN HET FONDS

Veranderingen van de opzet van een fonds zijn per definitie zeer ingrijpend. Nadenken over de opzet begint bij de vraag of en in hoeverre de doelstellingen van (de verschillende groepen) deelnemers in de huidige opzet te realiseren zijn. Er zijn de afgelopen jaren meerdere fondsen geweest die grote bewegingen richting defined contribution hebben gemaakt, waarin de korte termijn veel minder knellend kan worden. Het lijkt logisch om te verwachten dat de brede maatschappelijke dialoog over pensioenen in de komende jaren knelpunten zal wegnemen, om beter te kunnen inspelen op de behoefte van de verschillende generaties deelnemers. Het advies dat ik hieromtrent wil meegeven:

- Word u bewust van het verschil tussen de gemiddelde mix voor alle deelnemers en die voor de verschillende leeftijdsgroepen. Kijk onder de oppervlakte van het fonds naar de vraag in hoeverre de verschillende leeftijdsgroepen een beleggingsmix en verwachte resultaten hebben die bij ze passen.

B. DE BESTURING VAN HET FONDS

Hoe krijgt u meer vanzelfsprekende aandacht voor de lange termijn? En hoe lang is dat eigenlijk? Mijn ervaring is dat de extreem lange termijn, zeg langer dan vijftien jaar, te abstract is voor praktische beeld- en besluitvorming over beleggen: 'op de lange termijn komt alles goed'. Daarom pleit ik voor beleidsvorming op een (rollende) horizon van rond de tien jaar: een mooi midden tussen de waan van de dag en de abstractie van de zeer lange termijn. Dit leidt tot de volgende adviezen:

- Richt de blik vooruit op een horizon van tien jaar. Expliciteer uw doelstelling (rendement, dekkingsgraad of pensioenresultaat) over die horizon. Weet wat u op lange termijn nodig heeft om aan de ambitie te voldoen, bijvoorbeeld: 'om vanuit de huidige dekkingsgraad bestendig te kunnen indexeren, hebben we een rendement nodig dat 3% hoger is dan de lange rente'. Stel steeds de vraag: sluit het

beleggingsbeleid aan bij de doelstellingen, gegeven de financiële positie van het fonds en realistische kapitaalmarktverwachtingen? Ontwerp eenvoudige rapportages hierover die iedere bestuurder minimaal viermaal per jaar onder ogen krijgt.

- Formuleer bij de beleidsvorming expliciet een beleid dat voldoet aan de langetermijnambitie. Formuleer vervolgens het beleid dat daar het dichtstbij komt en dat voldoet aan kortetermijnrestricties volgend uit restricties uit het FTK en kortetermijnrisicotolerantie van het fonds. Boender et al² geeft een goed voorbeeld van hoe dit in zijn werk kan gaan. Zie de oplossing die voldoet aan de kortetermijnrisicotolerantie als een restrictie op de lange termijn gewenste beleggingsoplossing, en expliciteer de opportunity cost daarvan. Zo wordt de spanning tussen korte en lange termijn tastbaar en vatbaar voor het bestuurlijk gesprek.

C. GEDRAG EN KENNIS VAN HET BESTUUR

De kunst is om u als bestuurders van een pensioenfonds *collectief* bewust te zijn van gedragsvalkuilen die u richten op de korte termijn en u zoveel mogelijk daartegen te wapenen. Mijn observatie is dat het in de praktijk van pensioenfondsen eerder ontbreekt aan een kader waarin de aanwezige kennis effectief wordt omgezet in collectief gedrag, dan dat er sprake is van een tekort aan kennis. Dit leidt tot de volgende adviezen:

- Creëer een agenda met expliciete aandacht voor de langetermijnverwachtingen.
- Expliciteer uw beleggingsovertuigingen over de korte en de lange termijn, herhaal ze voortdurend en toets uw handelen aan uw overtuigingen. Zorg ook dat uw uitvoerder ze omarmt en ernaar handelt.

D. DE HUIDIGE CONTEXT

Over omgaan met de huidige context en toch blijven sturen op de lange termijn tot slot één advies:

- Besteed grote aandacht aan de stakeholders van het fonds en de communicatie: deelnemers en bredere maatschappij. Schep zoveel mogelijk draagvlak voor het langetermijnbeleid en de logica daarvan en help de stakeholders de kortetermijnrisico's te begrijpen en onderschrijven. Dit is verre van eenvoudig en komt altijd weer onder druk in tijden van stress.

2 Guus Boender, Sacha van Hoogdalem en Jitske van Londen (2009), 'Het managen van lange- en korte termijn risico's'.

5. Meer lezen? Literatuur

Keith Ambachtsheer (2014), 'The Case for Long-Termism', *Rotman International Journal of Pension Management*, 7(2), p. 6-15.

Andrew Ang & Knut Kjaer (2011), 'Investing for the Long Run', Netspar discussion papers.

Dominic Barton & Mark Wiseman (2014), 'Focusing Capital on the Long Term', *Harvard Business Review*.

Guus Boender, Sacha van Hoogdalem & Jitske van Londen (2009), 'Het managen van lange- en korte termijn risico's', Netspar NEA paper 15.

Gordon L. Clark & Roger Urwin (2008), 'Best-Practice pension fund governance', *Journal of Asset Management*, 9(1), p. 2-21.

Daniel Kahneman (2011), *Thinking, Fast and Slow*, New York: Farrar, Straus and Giroux.

Cass R. Sunstein & Reid Hastie (2014), *Wiser. Getting Beyond Groupthink to Make Groups Smarter*, Boston: Harvard Business Review press.

Jaap van Dam

Drs. Jaap van Dam is als Managing Director Strategy verantwoordelijk voor het strategisch beleggingsbeleid van de klanten van PGGM. Daarnaast is Jaap lid van het ICPM Research Committee, de Commissie Vermogensbeheer van de Pensioenfederatie en de Internationale Advisory Board van het EDHEC-Risk Institute. Jaap studeerde bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam. Hij werkte voor de Algemene Bank Nederland (later ABN Amro), Bank Mees & Hope (later MeesPierson), en VermogensGroep. In 2005 werd Jaap Head of Inhouse Equities bij PGGM Investments. In 2006 werd hij benoemd tot Chief Strategist.

3. BELEGGINGSBELEID

Hoe moet ik als bestuurder omgaan met visie en trends bij het vaststellen van het beleggingsbeleid?

HOOFDSTUK 10

Hoe moet ik als bestuurder omgaan met visie en trends bij het vaststellen van het beleggingsbeleid?

Margreet Verhoef, Jan Overmeer

1. Uitgangspunten

- Missie en visie vormen de koers van een pensioenfonds. Trends zijn van wezenlijke invloed op missie en vooral visie.
- De uitdaging voor pensioenfondsen, adviseurs en toezichthouders is denkend vanuit de trends te kijken naar de implicaties voor het (beleggings)beleid op middellange termijn. Een aantal fondsen heeft trendrapporten opgesteld en vertaald naar concreet beleid.
- Trends zijn niet constant over tijd en zijn geen voorspellingen.
- Behavioral finance heeft ons veel geleerd over besluitvorming onder onzekerheid.
- Scenariodenken helpt bij het omgaan met weerbarstigheid, onvoorspelbaarheid en complexiteit van de werkelijkheid. Het kan bijdragen aan de wendbaarheid en weerbaarheid van pensioenfondsen.

2. Context

Het bestuur stelt een missie, visie en strategie op, zo schrijft de Code Pensioenfondsen voor. De Code veronderstelt dat pensioenfondsen daarover publiek verantwoording afleggen. DNB, vanuit haar eigen missie en visie als toezichthouder, hecht aan een weldoordachte visie en strategie bij pensioenfondsen. De missie en visie vormen de koers van een pensioenfonds; trends zijn van wezenlijke invloed op missie en vooral visie. Om deze termen wat meer handen en voeten te geven gaan we nader in op wat we verstaan onder 'visie' en vervolgens 'trends'.

Visie is hier bedoeld als onderdeel van de trits missie, visie en strategie. Missie geeft de bestaansreden van de organisatie weer. Het bestuur beschrijft hiermee het 'waarom zijn wij op aarde'. De meeste fondsen formuleren het in de zin van: een goed

en betaalbaar pensioen verzorgen voor onze deelnemers. Visie geeft een beeld hoe wij – al dan niet op een nader gespecificeerd – toekomstig moment onze missie ingevuld willen hebben. Daarbij hebben we te maken met een veranderende omgeving. Strategie is vervolgens de concrete invulling waarmee we dat punt in de toekomst willen bereiken. Trends zijn van wezenlijke invloed bij het opstellen en over tijd aanpassen van missie, visie en strategie.

Het belang van trends wordt uitstekend verwoord in het rapport *Wonen, zorg en pensioen 2030: Trends, trendbreuken en onzekerheden*. Het volgende lange citaat geeft volgens ons een uitstekend beeld hoe trends omschreven kunnen worden, en hoe om te gaan met trends.

“

Wie voorbereid wil zijn op zijn toekomst, moet zich [...] bewust zijn van de externe omgeving. Het gaat dan om het inventariseren van de ontwikkelingen, gebeurtenissen en trendbreuken waarop de organisatie zelf niet direct invloed kan oefenen, maar die wel impact hebben op de organisatie. Vervolgens kunnen drijvende krachten en onzekerheden met betrekking tot deze ontwikkelingen in kaart worden gebracht. [...] Met trends bedoelen we ontwikkelingen in de omgeving: dat kan op economisch gebied zijn, maar ook op ecologisch, politiek, technologisch en sociaal-maatschappelijk gebied. De geschiedenis herhaalt zich nooit en er bestaan geen feiten of data van de toekomst. Hoewel veel mensen ‘trend’ interpreteren als iets van de toekomst, zeggen trends in feite alleen iets over het verleden: ze geven aan hoe een bepaald verschijnsel zich in de afgelopen tijd tot aan het heden heeft ontwikkeld. Toch is het belang om trends te verkennen, omdat de omgeving indicaties kan geven over de toekomst. Immers, vaak zetten trends uit het verleden zich nog een tijdje door. Veel organisaties lopen echter in de volgende val: ze extrapoleren data uit het verleden en denken daarmee de toekomst exact te kunnen voorspellen. Sommige ontwikkelingen zijn inderdaad redelijk goed te voorspellen door middel van lineaire extrapolatie van historische gegevens. Dit geldt bijvoorbeeld voor vergrijzing en andere demografische ontwikkelingen. Toch is de toekomst zelden een lineaire extrapolatie van het verleden. Op basis van dezelfde trend zijn altijd verschillende extrapolaties mogelijk: je kunt een trend die een exponentiele toename vertoont doortrekken op dezelfde manier, maar ook als een sinus. Ook door onvoorspelbare en dynamische onderlinge wisselwerking zorgen trends voor onzekerheden in de toekomst. [...] [Met]alleen een lijstje van mogelijke ontwikkelingen en gebeurtenissen in de toekomst ben je er nog niet. Om iets aan je omgevingsverkenning te hebben, is het zaak deze ontwikkelingen met behulp van modelleren en scenario denken, op zinvolle wijze met elkaar te combineren tot een aantal voldoende van elkaar verschillende, complexe toekomstbeelden: scenario’s. Zo krijgt de gevonden informatie

betekenis. Scenario's verbeelden toekomstige omgevingen waarin een organisatie terecht zou kunnen komen, maar waarop ze geen invloed heeft. Door het gebruik van scenario's worden kennis en voorstellingsvermogen in een organisatie gemobiliseerd. »

Pensioenfondsen betrekken steeds meer trends bij het herijken van beleid. Een mooi voorbeeld van de integratie van visie vanuit trends vinden we bij het ABP. Het fonds wil 'voor de deelnemer een duurzaam en betrouwbaar pensioenfonds zijn dat de financiële verplichtingen ook in de toekomst (2020) kan waarmaken.' ABP heeft in 2013 een rapport gepubliceerd getiteld 'Trendrapport ten behoeve van de visie van ABP op 2020', waarin het 22 trends rondom de deelnemer beschrijft die van invloed zijn op het fonds. Bij het realiseren van deze ambitie heeft het fonds te maken met deze omgevingsfactoren of trends waarbinnen het de doelstellingen moet zien te halen, zoals langere levensverwachting, verschuivende rol van de overheid, veranderende governance en negatieve beeldvorming. Op basis van de analyse van de 22 trends heeft ABP een conceptvisie ontwikkeld op pensioen in het jaar 2020. Deze conceptvisie is met vele stakeholders en deskundigen in dialoogvorm besproken en door het bestuur daarna aangepast tot 'Visie 2020, onze belofte aan de deelnemers.' In het jaarverslag 2016 beschrijft ABP welke stappen gezet zijn op het gebied van duurzaam en verantwoord beleggen in het kader van Visie 2020. Zo richt ABP zich op insluiting, ontwikkelt het een aanpak om in 2020 alleen nog te beleggen in bedrijven die financieel aantrekkelijk zijn én goed scoren op duurzaamheid en verantwoord ondernemerschap en geeft het verdere invulling aan de voorgestane CO2-reductie naar 2020.

De mogelijkheden om op een onzekere toekomst te anticiperen door middel van trends worden begrensd door onze risicohouding en onze investment beliefs. Die geven de kaders aan waarbinnen het beleggingsbeleid kan, of moet worden vormgegeven. En juist op dat terrein zien we twee interessante ontwikkelingen die we bij de debatten verder uitwerken.

In de eerste plaats is er veel discussie over de werking van financiële markten. We zijn opgegroeid met het neoklassieke evenwichtsdenken en onze besluitvorming rond beleggen is veelal daarop gebaseerd. Een voorbeeld hiervan is de aanname dat waardering van koersen of renteniveaus naar een langetermijn(evenwichts) niveau tenderen. Dit denken staat steeds meer ter discussie, en daarmee ook het instrumentarium dat we bij onze beslissingen gebruiken.

In de tweede plaats is er de vraag welke mentale processen een rol spelen bij besluitvorming. Zijn wij wel die rationeel handelende beslissers die de theorie veronderstelt? Behavioral finance stelt dat dat niet het geval is. In een wereld die minder voorspelbaar en berekenbaar is dan we dachten en waarin we te maken hebben met menselijk gedrag dat afwijkt van de veronderstelde rationaliteit, zijn er andere tools nodig bij het omgaan met en beslissen onder onzekerheid.

Scenarioanalyse kan daarbij een belangrijke rol spelen. Trends en omgevingsfactoren worden op zinvolle wijze met elkaar gecombineerd tot een aantal verschillende, complexe toekomstscenario's, waarbij de interactie tussen nieuwe inzichten in de werking van financiële markten en ons gedrag als belegger concreet vorm krijgen, zodat een bestuur kennis en voorstellingsvermogen kan mobiliseren, en zo invulling kan geven aan missie, visie en strategie, of deze op zijn minst flink 'challengen'.

3. Debatten

Zoals al eerder gesteld, wordt in de financiële wereld het wereldbeeld nog gedomineerd door het neoklassieke evenwichtsdenken. Externe schokken, bijvoorbeeld in de vorm van 'zwarte zwanen', brengen de economie uit evenwicht, maar via stabiliserende processen komt deze vanzelf weer in een nieuw evenwicht. Zo kijken we ook naar financiële markten. Er wordt gewerkt met voor economen vertrouwde concepten als prijsevenwichtsmodellen, bijvoorbeeld het Capital Asset Pricing Model en de Efficiënte Markt Hypothese. Dit zijn typisch wiskundige modellen die voortvloeien uit het neoklassieke denken, met onder meer rationeel handelende beslissers op een volkomen markt, geen permanente disrupties, waardoor informatie uit het verleden een voorspellende waarde naar de toekomst heeft. Er komt in toenemende mate kritiek op het voorspellend vermogen van dit neoklassieke denken. Die kritiek was er ook al voordat onze huidige prijsvormingsmodellen sterk in zwang raakten. Bekende economen als Keynes en Knight wezen in de dertiger jaren van de vorige eeuw al op het onderscheid tussen onzekerheid en waarschijnlijkheid. Bij onzekere situaties heb je totaal geen beeld van wat je te wachten staat en heb je niets aan informatie over de toekomst middels waarschijnlijkheden opgebouwd uit historische frequentieverdelingen.

Kennis hebben van deze ideeën levert misschien niet meteen praktische handvatten en een checklist op voor de bestuurder, maar vergroot wel zijn blikveld bij het kijken naar de complexe werkelijkheid.

Het tweede debat gaat over de vraag hoe het komt dat op zich verstandige bestuurders zich toch kunnen laten verleiden tot het nemen van niet-rationele beslissingen. Deze vraag is zeer relevant, omdat een uitgangspunt van een pensioenfonds is dat het collectief organiseren van pensioen betere resultaten moet opleveren dan in een individuele situatie. Een collectief bestuurlijk besluitvormingsproces moet daarom op zijn minst de valkuilen van een individuele belegger kunnen vermijden. De aandacht in de academische wereld is de laatste jaren verschoven van rationeel handelende beleggers, die naar nutsmaximalisatie streven, naar beperkt rationeel handelende beslissers met cognitieve beperkingen. De stroming die met name deze

kenmerken/tekortkomingen van de beslisser als uitgangspunt neemt is ‘behavioral finance’. Het begrip ‘begrensde rationaliteit’ (‘bounded rationality’) kennen we al sinds de jaren zestig van de vorige eeuw. Het is afkomstig van Nobelprijswinnaar Herbert Simon. De menselijke geest, zo stelt hij, is begrensd door cognitieve limieten. Wordt in de klassieke economie verondersteld dat een beslisser uit alle alternatieven die er maar zijn, de beste keuze maakt, in werkelijkheid heeft de mens geen inzicht in alle alternatieven. En als dat al wel zo mocht zijn, dan is het de vraag of hij al die informatie zinnig kan verwerken. Het leidt tot het zoeken naar ‘bevredigende oplossingen’ (‘satisficing solutions’) en het gebruik van vuistregels of heuristieken.

Twee andere grote namen op dit terrein zijn Nobelprijswinnaar Kahneman en Tversky, twee psychologen. Wij raden iedere bestuurder aan Kahneman (*Thinking, Fast and Slow*, in het Nederlands vertaald als *Ons feilbare denken*) te lezen. Het beschrijft helder hoe onze geest werkt en met informatie omgaat. Kahneman onderscheidt twee manieren (*systems*) waarop onze geest informatie verwerkt: systeem 1 (fast thinking) en systeem 2 (slow thinking). Systeem 1 is het intuïtieve (onbewuste) denken, systeem 2 het meer analytische (bewuste) denken. We denken dat we overwegend *slow* denkers zijn, maar het tegendeel is waar. Kahneman en Tversky kwamen op basis van experimenten tot de conclusie dat mensen bij het beoordelen van complexe informatie vuistregels gebruiken (systeem 1) en dat leidt tot stelselmatige fouten in hun voorspellingen.

Om de eetlust op te wekken één voorbeeld uit de Nederlandse vertaling:

“ *Bij het nadenken over de volgende vraag verzoeken we u ervan uit te gaan dat Steve willekeurig is gekozen uit een representatieve steekproef.*

Iemand is door een buurman als volgt omschreven: ‘Steve is heel verlegen en terug-getrokken, onveranderlijk behulpzaam maar met weinig belangstelling voor mensen of wat er in de wereld gebeurt. Hij is zachtmoedig en ordelijk, met behoefte aan structuur en regelmaat en met een hartstocht voor details.’ Is Steve eerder een bibliothecaris of een boer?

Dat Steves persoonlijkheid gelijkenis vertoont met het stereotype van een bibliothecaris is iedereen direct duidelijk (systeem 1), maar even relevante statistische overwegingen worden bijna altijd over het hoofd gezien. Is het bij u opgekomen dat er in de Verenigde Staten meer dan twintig keer zoveel mannelijke boeren dan mannelijke bibliothecarissen zijn?

Omdat er zoveel meer boeren zijn, is het bijna zeker dat er meer zachtmoedige en ordelijke figuren op een tractor zitten dan achter de informatiebalie van een bibliotheek. ”

Een denkexercitie om zelfoverschatting te verminderen is wat Kahneman (in navolging van Gary Klein) het opstellen van een 'premortem' noemt. Er is een belangrijke beslissing te nemen en voorgesteld wordt om plan A uit te voeren. Ga op voorhand een uur bij elkaar zitten en schrijf op hoe het gekomen is dat plan A een mislukking werd. Meir Statman, een andere onderzoeker op het terrein van behavioral finance, betreft in zijn werk naast cognitieve fouten expliciet de factor emotie. In *What Investors Really Want* beschrijft Statman dat er meer speelt bij onze keuze dan het nut van de toegenomen welvaart. Het gedrag van beleggers kent naast wat hij noemt utilitaire elementen ook expressieve (wat zegt het over mij) en emotionele elementen (hoe voel ik me daarbij). Vergelijk het met de aanschaf van een duur horloge, waarbij deze elementen ook spelen (het nut van weten hoe laat het is, status, en je daarbij prettig voelen). Statman pleit ervoor om in de modellen van verwachte opbrengsten ook expressieve en emotionele karakteristieken op te nemen.

Behavioral finance heeft een belangrijke bijdrage geleverd aan inzichten rond de manier waarop organisaties en individuen besluiten nemen onder onzekerheid en welke valkuilen er daarbij zijn. Eerder hebben we ook geconstateerd dat beslissen op basis van statistische grootheden beperkingen kent, zeker als we iets over de toekomst willen zeggen. Scenariodenken geeft een alternatief.

Shell is een van de eerste partijen die scenarioanalyse inzette voor het verbeteren van besluitvorming in onvoorspelbare en complexe situaties. Vanaf de jaren zeventig van de vorige eeuw gebruikt Shell what-if vragen om senior management zich te laten inleven in scenario's die niet waarschijnlijk, maar ook niet onmogelijk zijn. Shell gaat ervan uit dat – in lijn met het gedachtegoed van Kahneman – mensen over het algemeen beperkt zijn in hun voorstellingsvermogen. In feite bezien mensen de toekomst door de bril van hun eigen ervaringen. Door een alternatieve werkelijkheid aan te bieden in de vorm van een goed uitgewerkt scenario en deze te laten doorleven doet een persoon nieuwe 'ervaringen' op. Door op deze manier perspectieven toe te voegen verbetert de capaciteit om te beslissen als er zich onverwachte situaties aandienen. Bij het ontwikkelen van scenario's start Shell bij de grote trends, zoals demografische ontwikkelingen of klimaatverandering en zoekt vandaaruit in op mogelijke consequenties voor economie, transport, urbanisatie en dergelijke om vandaaruit een specifiek scenario zo levensecht en breed mogelijk uit te werken.

De aanpak van Shell kreeg bredere navolging, zowel bij publieke als private organisaties. Een bekend voorbeeld is Apple. Apple zag eind vorige eeuw de technische mogelijkheden van Intel processoren snel toenemen, in gebruik bij grootste concurrent Microsoft. Op basis van scenarioanalyse besloot Apple om in het geheim computers te ontwikkelen die konden draaien op zowel de tot dan toe gebruikte PowerPC microprocessoren als Intel. Dit gaf Apple de mogelijkheid om enkele jaren later een snelle switch te maken naar Intell, een lock-in was voorkomen.

Pensioenfondsen gebruiken scenario's vooral in ALM context, als stresstest op een basisscenario. Het geeft inzicht in de mogelijke effecten van schokken op bijvoorbeeld de zakelijke waardenportefeuille of de effecten van een sterk oplopende inflatie. Het geeft inzicht in de consequenties voor de doelstellingen van het fonds. De aanpak is doelmatig voor het strategisch beleggingsbeleid. Maar de scenario's zijn vooral kwantitatief van aard. Door te werken met verhalende scenario's en vervolgens als bestuur de vraag te stellen hoe te handelen als een scenario zich voordoet, kan het beleid van het fonds robuuster gemaakt worden. Het is daarmee een waardevolle tool om de strategie van het fonds scherp te krijgen.

Een van de toezichtthema's van DNB voor 2018 is wendbaarheid en weerbaarheid van pensioenfondsen. Met een stelselwijziging in het vooruitzicht vindt DNB het belangrijk dat fondsen een langetermijnstrategie hebben uitgewerkt en dat ze zich bewust zijn van risico's die het bereiken ervan in de weg staan. Fondsen moeten deze risico's identificeren en mitigeren. Fondsen moeten ook operationeel, organisatorisch en bestuurlijk wendbaar en weerbaar zijn ten aanzien van mogelijke veranderingen in hun omgeving. Hier sluit scenariodenken mooi op aan.

Op dit moment zijn er steeds meer fondsen die werken met scenario's, maar ze zijn nog in de minderheid. Het zijn met name de grotere en proactieve fondsen met een groeiambitie die de tool inzetten. Het toezichtthema van DNB zou ertoe kunnen leiden dat meer fondsen het gaan gebruiken.

Als je als fonds scenariodenken wil inzetten, hoe pak je dat dan aan? Om te beginnen zijn er scenario's nodig. Die kan een bestuur in huis ontwikkelen met hulp van een bestuursbureau of onder begeleiding van externe deskundigen.

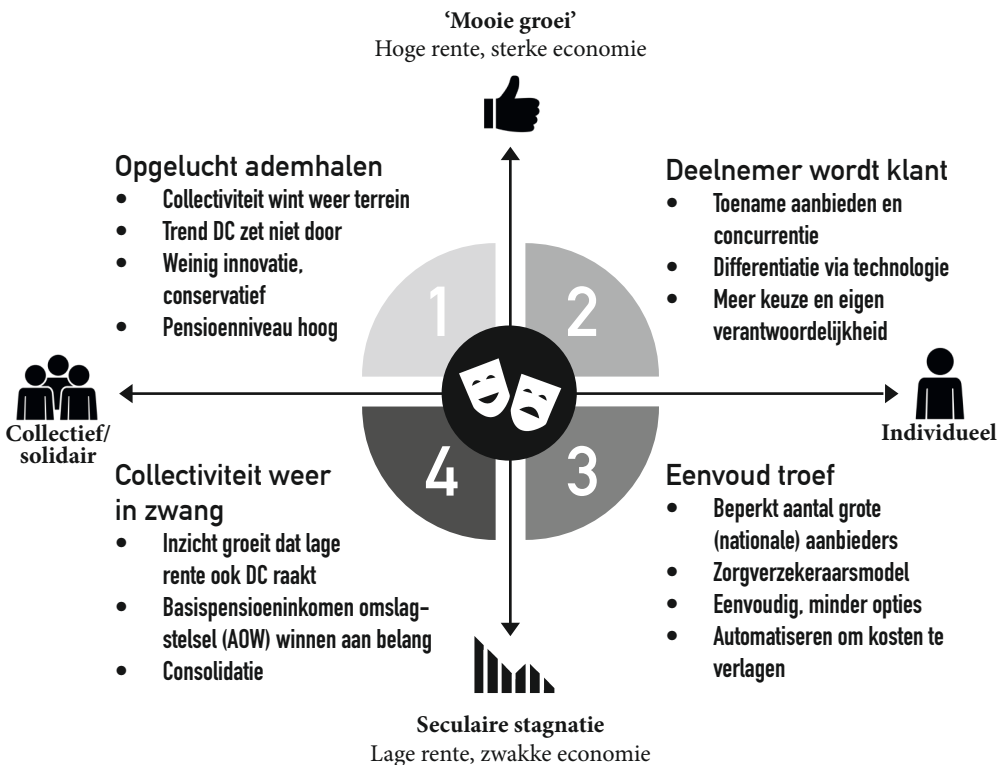
Bij het opstellen van scenario's wordt een aantal stappen doorlopen.

1. Analyseren van trends die van invloed zijn op pensioen. Welke megatrends ziet het fonds op langere termijn? Hebben de trends een voorspelbaar karakter? Een aantal belangrijke trends voor pensioenfondsen liggen op gebied van demografische en sociale veranderingen, technologische ontwikkelingen, lage rente en consolidatie in de sector. Meerdere adviesbureaus publiceren trendrapporten. Zie bijvoorbeeld het rapport 'Responding to megatrends' van PRI en Willis Tower Watson.
2. Bepalen van de meest bepalende kritische onzekerheden die van invloed zijn op de ontwikkeling van trends.

- Combineren van de trends en kritische onzekerheden tot een aantal scenario's en bepalen welke scenario's plausibel zijn en wat ze betekenen voor de verschillende stakeholders. Hoe scenario's eruit kunnen zien is te lezen in een recent rapport van PwC. PwC werkt daarin vier op de pensioensector gerichte scenario's uit langs de assen economische ontwikkeling en sociaal maatschappelijke sentiment.

De toekomst van de pensioensector verkennen via scenario's op de mogelijke gevolgen voor de belangrijkste spelers

De hoogte van de rente en het sociaal maatschappelijk sentiment vormen de belangrijkste assen



Figuur 1. Scenario's PwC

- Bepalen van acties op korte en middellange termijn die het fonds kan nemen om tijdig en adequaat in te spelen op de scenario's. Na het uitwerken van scenario's worden ze in een bestuursessie doorgenomen en wordt besproken wat de gevolgen van de scenario's zouden zijn voor het pensioenfonds. Dat levert speerpunten op, bijvoorbeeld: realiseert men zich dat in een scenario waarin de verplichtstelling vervalt het fonds een marktpositie krijgt en imago en klantervaring van essentieel belang worden? Dat kan vragen om acties die nu al voorbereid en zelfs uitgevoerd worden. Een proactieve houding van het bestuur is daarbij een voorwaarde. Wat gaan we doen als het scenario zich voordoet? Welke mitigerende maatregelen kunnen we nemen vooruitlopend op het ontstaan van een situatie.

5. Het bestuur zal zich periodiek de vraag moeten stellen of de scenario's nog steeds relevant zijn. Zijn er signalen die erop wijzen dat een bepaald scenario zich ontvouwt? Dat leidt tot het bijstellen van de eerder geformuleerde scenario's, speerpunten en acties. Een goed uitgevoerde scenarioanalyse en het periodiek herijken ervan dragen bij aan de veerkracht en wendbaarheid van een organisatie.

4. Best practices

- Focus als bestuur op de belangrijke trends en vertaal de ideeën daarover naar beleid. Stel die periodiek opnieuw vast en neem daar voldoende bestuurlijke tijd voor.
- Beoordeel wat trends kunnen betekenen voor de toekomst van het fonds. Is het fonds voorbereid op de mogelijke implicaties van de ontwikkelingen? Welke acties moet het fonds nemen of voorbereiden? Neem dit op in de beleidscyclus van het fonds.
- Scenarioanalyse is een manier om om te gaan met onvoorspelbaarheid en complexiteit van een veranderende omgeving. Het stelt fondsen in staat om sneller en adequater op veranderingen in te spelen en daarmee weerbaarder te zijn.
- Scenariodenken gaat uit van exploreren in plaats van extrapoleren. Betrek alle aan het fonds gerelateerde partijen in de scenarioanalyse. Een zakelijke relatie moet daarbij het uitgangspunt zijn. Stuur het fonds aan als een bedrijf.
- Wees je als bestuur bewust van de lessen van behavioral finance.
- Organisaties kunnen het probleem van zelfoverschatting voorkomen, door wat Kahneman 'conducting a premortem' noemt.

5. Meer lezen? Literatuur

ABP, 'Trendrapport ten behoeve van de visie van ABP op 2020, 22 trends rondom de deelnemer', raadpleegbaar op www.abp.nl.

Daniel Kahneman (2011), *Ons feilbare denken*. Amsterdam: Uitgeverij Business Contact. Oorspronkelijke titel: *Thinking, Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux.

Theo Kocken (2017), 'Memento Futuri, scenariodenken als antwoord op fundamentele onzekerheid'. Raadpleegbaar op www.cardano.com.

Kees Koedijk & Alfred Slager (2011), *Beleggen met visie. Handboek voor beleggers, bestuurders en beslissers*. Amsterdam: Balans.

PWC (2015), 'Pensioen 2025, Scenario's voor de toekomst van de pensioensector', raadpleegbaar op www.pwc.nl.

De Ruijter Strategie, 'Gezamenlijke verkenning wonen, zorg en pensioen 2030: Scenario's', raadpleegbaar op www.deruijter.net.

Paul de Ruijter (2017), *Klaar om te wenden. Handboek voor de strateeg*. Schiedam: Uitgeverij Scriptum.

Paul de Ruijter (2017), 'Valuing uncertainty using disruptive scenarios and real options', *VBA Journaal*.

Meir Statman (2010), *What Investors Really Want*. Maidenhead: McGraw-Hill Education.

Willis Towers Watson & PRI (2017), 'Responding to megatrends', raadpleegbaar op www.willistowerswatson.com.

Margreet Verhoef

Drs. Margreet Verhoef is sinds 2007 bestuurder bij Pensioenfonds Equens. Sinds een aantal jaren is zij voorzitter van de beleggingsadviescommissie en sinds 2017 voorzitter van het bestuur. Sinds 2017 is zij bestuurslid van Pensioenfonds Dranken en voorzitter van de beleggingscommissie.

Jan Overmeer

Drs. Jan Overmeer is gepensioneerd. Hij is voormalig lid van de directie van AEGON Nederland, waar hij onder meer verantwoordelijk was voor assetmanagement. De afgelopen jaren was Jan lid van diverse beleggings(advies)commissies. Hij is nu nog actief als lid van de RvT van het APF STAP.

3. BELEGGINGSBELEID

**Hoe beheers ik als
bestuurder de kosten van
het vermogensbeheer?**

HOOFDSTUK 11

Hoe beheers ik als bestuurder de kosten van het vermogensbeheer?

Anne Wensink, Eric Uijen

1. Uitgangspunten

De afgelopen jaren is de aandacht toegenomen over de kosten die pensioenfondsen maken. Hoe kunnen bestuurders beoordelen of het kostenniveau acceptabel is? Hoe kunnen de kosten worden beheerst en verlaagd? Is er een maatstaf waarmee fondsen hun kostenniveau eenduidig met elkaar kunnen vergelijken? Hoe zijn kosten opgebouwd en welke prikkels gaan daarvanuit?

- Bepaal een visie op kosten en neem dit op in de beleggingsovertuigingen of beleggingsbeleid van het fonds.
- Denk fundamenteel na over de kostentechnische aspecten van de inrichting van het vermogensbeheer. Betrek hierbij niet alleen de basisvergoedingen, maar ook de kosten van bijvoorbeeld de indirecte complexiteit van bewaarneming, transacties en aansturing.
- Kleine allocaties hebben een kleine rendementsimpact, maar kunnen wel een hoge kostenimpact hebben.
- Kijk bij investeringsbeslissingen niet alleen naar het verwachte rendement, houd rekening met de kosten. Kosten zijn zeker, rendement is dat niet.
- Onderhandel met dienstverleners over de vergoedingen. Bespreek periodiek de tarieven (jaarlijks of bij mandaatwijzigingen). Houd regelmatig tenders.
- Maak de kostenstructuur helder. Controleer de kosten. Leg gedegen verantwoording af in het jaarverslag.

2. Context

2.1 Kostenbewustzijn pensioensector

Kostenbewustzijn is terug van weggeweest bij pensioenbesturen en stakeholders. De vermogensbeheerpraktijk is de afgelopen twintig jaar behoorlijk veranderd. Vroeger belegden pensioenfondsen met eigen beleggingsteams in relatief eenvoudige beleggingen, veelal met een 'buy and hold'-benadering met bijbehorende lage kosten. Door de forse toename van het vermogen, internationalisering, diversificatie

en steeds strengere eisen ten aanzien van de uitvoering, is de opzet van het vermogensbeheer veranderd. Het werd ondoenlijk om het vermogensbeheer volledig in eigen huis te houden. Er werden externe managers ingehuurd, daarbij werd ingezet op actief beheer en meer diverse (alternatieve) beleggingsproducten. De focus op risicobeheer nam toe, met bijbehorende complexe risicobeheersingsmaatregelen. Het kostenniveau steeg hierdoor aanzienlijk. Tegen de achtergrond van goede beleggingsrendementen werd hierop minder nadruk gelegd. De sinds 2008 verslechterde financiële situatie heeft bijgedragen aan een grotere focus op kosten. Bij lagere rendementen dragen kostenbesparingen relatief meer bij aan het pensioenresultaat. Met kostenbesparingen is geld te verdienen: lagere kosten leiden tot meer pensioen. Een kostenverlaging van 0,25 procentpunt van het pensioenvermogen¹ leidt in veertig jaar tot circa 7,5 procent extra vermogen.

Een kostenefficiënte uitvoering betekent niet dat alle werkzaamheden zo goedkoop mogelijk moeten worden uitgevoerd. Integendeel: een hoge kwaliteit van de uitvoering is een eerste vereiste. De afweging tussen kosten en kwaliteit (of hoog rendement) is echter complex: hoe kan het kwaliteitsniveau worden vastgesteld en welk minimumniveau eist het bestuur, de toezichthouder en de deelnemer? Kwaliteit is doorgaans duur, maar dure dienstverlening betekent niet dat er hoge kwaliteit wordt geleverd. Dit geldt ook voor rendement: hoge vermogensbeheerkosten betekent niet per definitie dat een hoog rendement of outperformance wordt behaald.

2.2 Elementen vermogensbeheerkosten

De vervolgvraag is wat we verstaan onder vermogensbeheerkosten. Wij onderscheiden voor een goede evaluatie tien elementen:

1. TRANSPARANTIE, EENVOUD EN CONTROLE

Om grip te krijgen op de kosten van een belegging is vereist dat de kostenstructuur transparant en eenvoudig is. Zijn de afspraken over de beheervergoeding contractueel en eenduidig vastgelegd? Is de grondslag voor de kosten helder? Dit is met name van belang bij alternatieve beleggingen en private equity. Is de grondslag voor de basisvergoeding het opgevraagde kapitaal, het maximaal op te vragen kapitaal, de marktwaarde of iets anders? Zijn de afspraken over performance fee en uitstapkosten helder? Welke afspraken zijn gemaakt over de verrekening ('fee offset') van vergoedingen die de fondsbeheerder ontvangt uit hoofde van haar investeringen (bijvoorbeeld transactie- en directievergoedingen)? Zijn de kosten uit te leggen? Is er een reputatierisico bij excessieve beloningen en/of hoe sluit deze aan bij het beloningsbeleid van het pensioenfonds?

1 Bron: rapport AFM (2011): 'Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht'.

Heeft het pensioenfonds de kostenstructuur per vermogensbeheerder inzichtelijk? In de praktijk wordt wel over het (geschatte) kostenniveau gerapporteerd, de grondslag en kostenafspraken zijn echter doorgaans niet bekend bij bestuurders en beleggingsadviseurs.

Naast inzicht in de kostenstructuur is controle van de in rekening gebrachte kosten noodzakelijk om 'in control' te zijn. Vindt deze controle plaats? Is de controleur voldoende onafhankelijk? Rapporteert de vermogensbeheerder volgens een marktconforme opzet (zoals ILPA voor private equity)? Hoe complexer de kostenstructuur, hoe belangrijker controle.

2. VERGOEDINGEN VOOR DE VERMOGENSBEHEERDER

Dit betreft de basisvergoeding die de vermogensbeheerder in rekening brengt voor zijn dienstverlening. De vergoeding is redelijk als deze in verhouding staat tot de geleverde diensten. Deze relatie is meer eenduidig bij een vaste vergoeding in plaats van een basispuntenvergoeding.

Een voorbeeld is de passieve aandelenmanager die een basispuntenvergoeding vraagt over het vermogen onder beheer. Bij stijgende aandelenkoersen stijgt de vergoeding, terwijl de dienstverlening niet wijzigt. Een hogere vergoeding is eigenlijk niet nodig. Een vaste vergoeding voor de geleverde dienst is meer evenwichtig. Vermogensbeheerders zijn bereid hierover afspraken te maken, zeker in een selectieproces. Dit is nog niet gangbaar, al wordt het steeds vaker toegepast.

3. PERFORMANCE FEES

Dit betreft een extra vergoeding voor de vermogensbeheerder wanneer er een (hoog) rendement wordt behaald. Leiden performance fees werkelijk tot betere prestaties? Presteert de vermogensbeheerder minder goed zonder performance fee? De kostenstructuur wordt complexer met een extra variabele vergoeding: zijn de richtlijnen voor de performance fee helder? Welke staffel is van toepassing? Is er sprake van een rendementsdrempel voor performance fee ('hurdle rate')? Is er een relatie tussen de betaling, het moment van betalen én de prestatie? Is de gekozen benchmark zuiver? Wordt de rendementsgrondslag gemeten van jaar op jaar, of over een bepaalde periode?

Als de vermogensbeheerder het nut inziet van een bonusregeling, staat de beheerder dan ook open voor een malusregeling? Doorgaans willen beheerders wel delen in de lusten, maar niet in de lasten. In onze ogen is een bonus- of malusregeling doorgaans geen goede afspraak, en heeft een vaste vergoeding de voorkeur. Bij actief beheer wordt doorgaans een hoge fee in rekening gebracht,

een performance fee is dan dubbelop. Te voorzien is dat het gebruik van een malusregeling leidt tot moeizame discussies met de beheerder over de exacte hoogte van de underperformance.

4. KOSTEN BIJ IN- EN UITSTAPPEN (EXITVOORWAARDEN)

Bij investeringen zijn de instapkosten relevant, maar zeker ook de toekomstige uitstapkosten en exitvoorwaarden. Kan er worden uitgeruild met andere kopers of verkopers ('netten') en kan dit contractueel worden vastgelegd? Wat zijn de risico's in termen van liquiditeit en kosten als het fonds op een gegeven moment (vlot) wil uitstappen?

Beleggen in illiquide producten levert een liquiditeitspremie op, maar daar staat een liquiditeitsrisico tegenover. Voor veel pensioenfondsen is het de vraag of hun horizon lang genoeg is om te profiteren van een liquiditeitspremie. De komende jaren zullen veel fondsen opgaan in grotere bedrijfstakpensioenfondsen. Als het ontvangende fonds de illiquide beleggingen niet wil overnemen, of alleen tegen een afslag, leidt dat tot forse kosten. Houd bij beleggingen in illiquide producten rekening met dergelijke scenario's. Weegt de liquiditeitspremie op tegen het consolidatierisico?

5. TRANSACTIEKOSTEN

Welke beleggingsstijl wordt gehanteerd? Is er sprake van een transactiegerichte benadering (veel transacties, hoge omzet) of een 'buy and hold'-benadering (weinig transacties, lage omzet)? Wat is de terugverdiendtijd van transactiekosten als gevolg van een wijziging in beleid of strategie? Bij een discretionair mandaat is er direct zicht op het transactievolume. Bij een fondsoplossing is dit minder zichtbaar, nader onderzoek is dan van belang. Bij wisseling van vermogensbeheerder vindt er een transitie plaats van beleggingen. Overweeg bij elke transitie of een gespecialiseerde transitie-manager benodigd is. Ook een transitie-manager moet deels gebruikmaken van schattingen en aannames. De exacte transitiekosten (transactiekosten) zijn praktisch niet te achterhalen, denk hierbij aan het verlies (of winst) als gevolg van het missen van koersbewegingen tussen transacties. Bij relatief overzichtelijke transities is de inzet van het bestuursbureau of een investment consultant voldoende voor een redelijke kosteninschatting.

6. KOSTEN VOOR BEWAARNEMING, FINANCIËLE EN BELEGGINGSADMINISTRATIE

Beleggingen moeten worden bewaard en geadmistreerd. De bewaarnemer rekent vaak een bedrag per handeling. Als een vermogensbeheerder veel transacties uitvoert, moet de bewaarnemer ook veel handelingen verrichten met hogere kosten tot gevolg. De kosten voor het aanhouden en administreren van instrumenten in liquide markten zijn (veel) lager dan voor beleggingen in bijvoorbeeld opkomende markten.

De keuze voor een fondsoपlossing of een discretionair mandaat bepaalt de directe kosten voor bewaarneming. Een fonds kan als 'single line' worden geadmिnistrereerd, terwijl bij een mandaat alle onderliggende bezittingen worden bijgehouden. Ook een beleggingsfonds moet echter een bewaarnemer aanstellen en een administratie voeren. Deze kosten zijn alleen niet direct zichtbaar. Een fondsbelegging is derhalve niet per se goedkoper, al kan soms wel worden geprofiteerd van schaalgrootte (met name bij beleggingen in ingewikkelde markten).

Omdat de relatie met een bewaarnemer langdurig is loont het om frequent (jaarlijks) te onderhandelen over het prijspeil, zeker bij grote veranderingen in de beleggingsportefeuille. Er is ruimte om te spreken over het kostenniveau als deze veranderingen leiden tot een gewijzigde werkdruk voor de bewaarnemer.

7. KOSTEN VOOR BEHEERSING

Dit betreft de tijd en energie die het pensioenfonds besteedt aan de beleggingscategorie, zoals vergaderkosten van het bestuur (governance kosten). Deze zijn niet eenvoudig meetbaar. Hoe gecompliceerder en minder transparant de belegging is, hoe meer tijd het bestuur nodig heeft om voldoende in control te zijn. Extra adviezen en maatwerkrapportages leiden ook tot hogere kosten.

8. BELASTING

Is er sprake van beleggingsgerelateerde belastingen, zoals bronbelasting en transactiebelastingen? Kunnen deze volledig of slechts gedeeltelijk worden teruggevorderd? Doorgaans moet ook btw worden betaald over (delen van) de uitvoeringskosten voor vermogensbeheer. Dure beleggingen worden hierdoor relatief nog duurder.

Het is aan te bevelen om te onderzoeken of er btw-mitigerende maatregelen kunnen worden genomen, door delen van de portefeuille op een alternatieve manier te structureren (bijvoorbeeld een fonds voor gemene rekening), of door het anders groeperen van de dienstverlening door de vermogensbeheer en/of fiduciair. Daarbij moet ook aandacht worden gegeven aan de niet-financiële gevolgen van de maatregelen zoals verlies van zeggenschap. Tot slot moeten pensioenfondsden zich ervan vergewissen dat hun uitvoerder de vooraf trek die zij op de btw in mindering kunnen brengen worden doorgegeven aan het pensioenfonds.

9. OPERATIONELE VERLIEZEN

Verliezen als gevolg van uitvoeringsfouten zijn niet te voorzien. Deze potentiële verliezen kunnen worden beperkt door goede beleggingsrichtlijnen of ruimere aansprakelijkheidsdekking van de vermogensbeheerder. Bij onderhandelen is de laagste prijs daarom niet zonder meer de beste uitkomst, het gaat ook om het

uitonderhandelen van goede (aansprakelijkheids)voorwaarden. Een gedegen en gebalanceerd vermogensbeheercontract is veel waard.

10. KOSTEN VERSUS RISICO VERSUS RENDEMENT

Bij de evaluatie van de vermogensbeheerder moet een oordeel worden gevormd over de samenhang tussen kosten, risico (inclusief complexiteit) en rendement. Uiteindelijk gaat het om de vraag of de hoge kosten te rechtvaardigen zijn tegenover het gerealiseerde (ex post) en verwachte (ex ante) risico en rendement. Een praktische risicomaatstaf is de volatiliteit van het rendement. De bijdrage aan het actieve risico in de portefeuille en het totale portefeuillerisico zijn minder eenvoudig te berekenen, maar wel belangrijk. Beoordeel het kostenniveau over een langere periode. Is het hogere kostenniveau nog steeds acceptabel als naar het rendement over de afgelopen jaren wordt gekeken?

2.3 Kosten voor balans- en vermogensbeheer

De kosten voor vermogensbeheer worden vaak een op een gekoppeld aan de beheervergoedingen (fees) die worden betaald aan vermogensbeheerders. Discussies over kosten richten zich vaak op deze fees, al dan niet in relatie tot het verwachte rendement. Kosten worden daarbij onterecht als gegeven beschouwd. Het kostenvraagstuk is echter veel breder, zoals in de vorige paragraaf is beschreven. Kosten zijn stuurbaar, enerzijds door de inrichtings- en aansturingwijze van het vermogensbeheer, anderzijds door onderhandelingen en scherpe inkoop.

Inrichting en aansturing balans- en vermogensbeheer

Complexiteit van de inrichting betreft niet alleen 'directe complexiteit', maar ook 'indirecte complexiteit': de impact van de belegging op de organisatie van het vermogensbeheer zijnde de bewaarneming, beleggingsadministratie, risicomangement en de vereiste aansturing. Een efficiënte opzet van het vermogensbeheer leidt tot kostenreducties met een gelijke rendementsverwachting. Houd bij investeringsbeslissingen rekening met de kosten van indirecte complexiteit.

Beleggingen met een actieve beleggingsstijl kennen hogere kosten dan met een passieve beleggingsstijl vanwege de hogere vergoeding die actieve vermogensbeheerders vragen. De totale kosten lopen verder op indien de belegging een hoog transactievolume heeft. Of actief beheer loont is onderwerp van een levendig debat. Wij denken dat actief beheer meestal geen toegevoegde waarde heeft, maar soms wel. De vraag die bestuurders zichzelf moeten stellen is of de toevoeging van een actieve beleggingsstijl werkelijk tot extra waarde leidt en of dit opweegt tegen de lasten in termen van tijd, expertise en geld. Past het product bij de aansturingskracht van het fonds? Hoe kleiner het fonds, hoe minder dergelijke

strategieën waardevol zijn door de relatief hoge kosten. Naast directe kosten gaat het om de tijd die het bestuurders kost om de desbetreffende beleggingen te beheersen.

Kleine allocaties hebben geen toegevoegde waarde. Voor een significante rendementsbijdrage of diversificatie-effect heeft een belegging een zekere grootte nodig. Bij onvoldoende grootte is het beter om te kiezen voor een beheersbare en kostenefficiënte inrichting van het vermogensbeheer. In onze visie zouden fondsen met een belegd vermogen tot drie miljard euro de portefeuille zo eenvoudig mogelijk moeten inrichten. Grotere fondsen hebben door hun omvang ruimte en tijd voor de organisatie die nodig is voor het aanhouden van alternatieve beleggingen. Ook die ruimte is beperkt. Het is niet efficiënt wanneer een substantieel deel van de bestuurs- en/of beleggingscommissievergadering wordt gespendeerd aan alternatieve beleggingen die minder dan 5 procent van het vermogen uitmaken. Indien er juist weinig tijd wordt besteed aan kleine complexe beleggingen, dan is het de vraag of het bestuur voldoende 'in control' is. Voorkom daarom allocaties kleiner dan 5 procent van het totale vermogen.

Onderhandelingen

Onderhandelingen met vermogensbeheerders en overige dienstverleners levert geld op. Maak van kosten een apart onderwerp in de selectie: dit is het beste onderhandelingsmoment. Benoem het onderwerp al bij de uitvraag van de 'request for proposal'.

Het is aan te raden om jaarlijks bij de evaluatie van de dienstverlening te praten over het kostenniveau. Ook als de relatie- en de dienstverlening goed is: spreek ieder jaar opnieuw met de dienstverlener en vraag hoeveel de kosten omlaag kunnen. Ga van tevoren na wat gangbare markttarieven zijn. Maak een kostenvergelijking. Deze informatie geeft richting aan de onderhandelingsruimte.

Onderhandelen is een vaardigheid en kost tijd. Niet iedereen uit het bestuur heeft deze kwaliteit en ervaring. Wie onderhandelt er namens het bestuur? Zijn er bestuurders met bewezen onderhandelingsvaardigheid, voldoende kennis op het gebied van vermogensbeheer en met voldoende tijd? Is er een bestuursbureau met geschikte ervaren onderhandelaars?

Bij contractonderhandelingen moet de onderhandelaar beschikken over de kwaliteit om het proces te beheersen. Proactief procesmanagement is vereist voor een vlot en efficiënt proces. Zonder adequate sturing onttaardt het onderhandelingstraject in een langdradige juridische discussie, met hoge kosten tot gevolg.

Bij onderhandelingen lopen verschillende belangen door elkaar. Goede onderhandelingen kunnen alleen vanuit een onafhankelijke positie worden gevoerd.

Alle andere betrokken partijen (vermogensbeheerders, juridische adviseurs, investment consultants, fiduciair (en transitie) managers), hebben hun eigen belangen. Houd daarmee rekening bij de onderhandelingen over voorwaarden en kosten. Weeg de verschillende aspecten af. De fiduciair heeft geen onafhankelijke rol en kan dus niet onderhandelen namens het fonds. Alleen het bestuur of het bestuursbureau zijn volledig onafhankelijk. Zij hebben maar één belang voor ogen: dat van de deelnemer. Pensioenfondsbesturen zouden onderhandelingen daarom in eigen hand moeten nemen, dan wel uitbesteden aan het bestuursbureau.

Let wel, een goede uitkomst is niet een uiterst laag kostenniveau. De onderhandelingen moeten leiden tot een bij de werkzaamheden passend kostenniveau, acceptabel voor zowel pensioenfonds als uitvoerder. Naast kostenafspraken moet het pensioenfonds immers ook goede kwalitatieve afspraken maken die het fonds ‘in control’ brengen (richtlijnen, rapportages, ISAE3402, advies).

Aanbevelingen Pensioenfederatie

De Pensioenfederatie heeft aanbevelingen gepubliceerd over de uitvoeringskosten van pensioenfondsen² en specifiek over vermogensbeheervergoedingen.³ Deze publicaties vormen een goed handvat bij het in kaart brengen van kosten en het voeren van discussies hierover. De Pensioenfederatie splitst uitvoeringskosten in twee categorieën: pensioenbeheer en vermogensbeheer (inclusief transactiekosten). Wij zijn voorstander om de kosten en de begroting van pensioenfondsen onder te verdelen in drie activiteiten: governance, pensioenuitvoering en vermogensbeheer. Bij analyses over het kostenniveau worden de kosten voor governance verdeeld over pensioenuitvoering en vermogensbeheer. Het gebruik van drie categorieën vergroot de grip op de beheersing van de kosten per basisactiviteit.

De Pensioenfederatie presenteert verschillende schattingsmethodieken wanneer de feitelijke vermogensbeheerkosten niet inzichtelijk zijn (bijvoorbeeld een kosteninschatting van onderliggende managers in een fund-of-fund private equity structuur). Indien er geen gegevens beschikbaar zijn, is een schatting beter dan niets. In de praktijk kunnen de schattingen echter behoorlijk afwijken van de werkelijkheid. Houd daarmee rekening bij de evaluatie van het kostenniveau. Veelal kunnen de kosten met enige inspanning best inzichtelijk worden gemaakt. Dat is de moeite waard, het biedt sturingsinformatie.

2 Pensioenfederatie (2016): ‘Aanbevelingen Uitvoeringskosten’.

3 Pensioenfederatie (2015): ‘Aanbevelingen Vergoedingen Vermogensbeheer’.

3. Debatten

Complexe en/of actief beheerde portefeuilles zijn duur en hebben een hoger risicoprofiel. De vraag of dit opweegt tegen een hoger verwacht rendement moet worden gezien over een lange periode. Pas wanneer over een periode van meer dan tien jaar consistent outperformance wordt behaald zijn de hogere kosten mogelijk te rechtvaardigen. Indien op korte termijn sprake is van underperformance, is al sneller duidelijk dat de extra kosten en het extra risico niet leiden tot een hoger rendement. De verleiding is om underperformance toe te schrijven aan tijdelijke marktverstoringen, en daarbij te hopen op een nóg hoger rendement in de toekomst. Soms is het beter om het verlies te nemen, om erger te voorkomen.

Een gevleugelde uitspraak in de financiële wereld is: *If you pay peanuts, you get monkeys!* Wordt de deelnemer uiteindelijk niet te kort gedaan met een focus op kostenbesparingen? Dat is wel het geval indien wordt blindgestaard op alleen het kostenniveau. Het bereiken van de laagste kosten moet niet sec het doel zijn. Het gaat erom dat de kosten te rechtvaardigen zijn: uitlegbaar aan de deelnemer. Levert de dienstverlener wat was beloofd? Is de verhouding tussen kosten, risico en rendement acceptabel? Kostenbesparingen zijn zekere winsten, verwachte rendementen zijn dat niet.

Het volledig inzichtelijk maken van alle kosten is niet eenvoudig. Is het überhaupt mogelijk om de onderste steen boven te halen? Wij denken van wel, zolang pensioenfondsen daadwerkelijk willen en voldoende doorvragen bij vermogensbeheerders. Voor de kostenanalyse moeten bestuurders tijd en budget vrijmaken. Door het creëren van inzicht kunnen de kosten effectiever worden beheerst. De ervaring leert dat bij een dergelijke exercitie bovendien laaghangend fruit is te vinden: snelle besparingen die niet ten koste gaan van kwaliteit en/of rendement.

Kostenvergelijking met andere pensioenfondsen is nuttig, maar lastig, omdat pensioenfondsen verschillende aannames maken en verschillend rapporteren over kosten. Belangrijk is om 'appels met appels' te vergelijken. Worden dezelfde kostenelementen betrokken in de analyse en wat zijn de aannames? Kostenanalyse is een vak waarvoor deskundigen kunnen worden ingehuurd. Wees echter kritisch: marktpartijen bieden producten aan die inzicht proberen te geven in de kostenstructuur. Dit is vaak standaarddienstverlening, waarmee slechts een deel van de kosten in beeld komt. Maatwerk en extra onderzoek zijn daarom altijd benodigd om het volledige kostenspectrum in beeld te brengen.

4. Best practices

- Bedenk dat lagere kosten leiden tot meer pensioen. Goedkoop kan echter duurkoop zijn. Een laag kostenniveau mag niet leiden tot lage kwaliteit en slechte afspraken. Vergoedingen moeten passen bij de geleverde dienstverlening, acceptabel voor pensioenfondsen en uitvoerder. Spreek een vaste vergoeding af, niet gerelateerd aan de omvang van het vermogen.
- Niet alleen is rendement en lage kosten van belang, ook de maatschappelijke impact van de beleggingen doet ertoe (bijvoorbeeld duurzaamheidscriteria). Afhankelijk van de beleggingsovertuigingen moet het streven naar lagere kosten hieraan geen afbreuk doen.
- Denk fundamenteel en gestructureerd na over de inrichting van het vermogensbeheer en betrek hierbij de indirecte complexiteit. Leiden complexe beleggingen op lange termijn tot meer rendement, of per saldo alleen tot hogere kosten en hogere risico's?
- Leg de visie en doelen met betrekking tot kosten vast in een apart beleid voor uitvoeringskosten, en leg hierover vervolgens verantwoording af aan de deelnemers (bijvoorbeeld in het jaarverslag).
- Onderhandelen levert geld op. Onderhandel alleen zelf of besteed het uit aan het bestuursbureau. Bespreek met dienstverleners jaarlijks het kostenniveau en vraag welke kostenreducties mogelijk zijn. Formuleer periodiek de dienstverlening opnieuw en schrijf regelmatig een tender uit.
- Evalueer de kosten van het vermogensbeheer langs het gehele spectrum. Bespreek dit jaarlijks uitgebreid in het bestuur. Creëer inzicht in de kostenstructuur per dienst en per vermogensbeheerder. Toets de prijs-kwaliteit-risicoverhouding. Leg hierover verantwoording af in het jaarverslag.
- Bekijk het kostenniveau in meerdere dimensies, niet alleen als percentage van het vermogen. Druk de vermogensbeheerkosten ook uit in de kosten per deelnemer. Dat geeft voeling bij het kostenniveau. Laat de in rekening gebrachte kosten controleren door een onafhankelijke controleur (niet de fiduciair). Dit verhoogt inzicht in de kosten, alsmede de grip op het facturatieproces.

5. Meer lezen? Literatuur

AFM (2011), 'Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht', raadpleegbaar op www.afm.nl.

AFM (2015), 'Vermogensbeheer- en transactiekosten pensioenfondsen in beeld', raadpleegbaar op www.afm.nl.

Pensioenfederatie (2015), 'Aanbevelingen Vergoedingen Vermogensbeheer', raadpleegbaar op www.pensioenfederatie.nl.

Pensioenfederatie (2016), 'Aanbevelingen Uitvoeringskosten', raadpleegbaar op www.pensioenfederatie.nl.

Anne Wensink

Ir. Anne Wensink werkt sinds 2017 als strategieconsultant bij het Pensioenfonds van de Metalektro (PME). Anne analyseert alle relevante ontwikkelingen in de pensioen- en vermogensbeheerwereld en ontwikkelt voor het bestuur van PME beleid en visie om de toekomstbestendigheid en wendbaarheid van PME te vergroten. Hiervoor heeft Anne gewerkt als senior investment consultant bij Ortec Finance, waar hij pensioenfondsen adviseerde op het gebied van ALM, risicomanagement en strategie. Anne startte zijn loopbaan als risicomanager en directiesecretaris bij Pensioenfonds Stork, waarbij hij ook betrokken was bij de liquidatie van het fonds en waardeoverdracht aan PME.

Eric Uijen

Mr. Eric Uijen heeft meer dan dertig jaar ervaring als dienstverlener, bestuurder en toezichthouder voor pensioenfondsen. In vorige functies was hij onder meer werkzaam als directeur bij Cordares, SPO, Pensioenfonds Horeca & Catering, MN, Pensioenfonds Stork en Notarieel Pensioenfonds. Ook was hij als directeur bij MN verantwoordelijk voor de overdracht van de administratie van Pensioenfonds van de Metalektro (PME) en Pensioenfonds Koopvaardij van Syntrus Achmea naar MN. Als algemeen directeur van Pensioenfonds Stork was hij verantwoordelijk voor de liquidatie en overdracht van de pensioenverplichtingen en vermogen aan PME. Sinds 1 juni 2015 is Eric voorzitter van het uitvoerend bestuur van PME. Daarnaast is hij extern adviseur van de beleggingscommissie van Monuta Verzekeringen.

3. BELEGGINGSBELEID

**Iedereen praat mee:
hoe ga je om met
signalen en wensen uit de
samenleving en de achterban?**

HOOFDSTUK 12

Iedereen praat mee: hoe ga je om met signalen en wensen uit de samenleving en de achterban?

Marcel Andringa, Bram van Els

1. Uitgangspunten

Er was eens een tijd dat pensioenfondsbestuurders in alle kalmte konden besluiten over het beleggingsbeleid van hun fonds. De bestuurskamer was een oase van rust, waar geluiden van buiten nauwelijks doordrongen. Die tijd is lang vervlogen en komt niet meer terug. De bestuurder moet zich tegenwoordig niet alleen bewust zijn van wensen en signalen uit de samenleving en de achterban, maar zal ook het gesprek met de buitenwereld moeten aangaan. Om draagvlak te creëren, én om tot een beleid te komen dat zoveel mogelijk aansluit bij de behoeftes en voorkeuren van de achterban.

2. Context

Wie een pensioenfondsbestuurder vraagt wat de beleggingsdoelstelling van zijn fonds is, zal vaak dit eenvoudige antwoord krijgen: we beleggen voor een goed en betaalbaar pensioen. Zonder een goed beleggingsrendement tegen een verantwoord risico, is zo'n pensioen onmogelijk te realiseren. Het lijkt een overzichtelijke opdracht bij het vormgeven van het beleggingsbeleid: probeer binnen de vastgestelde risicobandbreedtes het beste rendement te halen. Maar schijn bedriegt. Er kijken steeds meer mensen mee over de schouder van de fondsbestuurder. Deelnemers, maatschappelijke organisaties, media, politiek en toezichthouders bemoeien zich steeds vaker en nadrukkelijker met de inhoud van het beleggingsbeleid. Dat gebeurt bovendien niet zelden met tegenstrijdige wensen en signalen. Hoe ga je daarmee om?

In dit hoofdstuk besteden we aandacht aan twee ontwikkelingen. Hoe kun je als bestuurder omgaan met de wens van deelnemers om mee te praten over het risicoprofiel van het fonds? En hoe kun je richting geven aan een beleid voor maatschappelijk verantwoord beleggen, zonder dat de dagelijkse actualiteitenrubrieken en actiegroepen de bestuurlijke agenda volledig gaan beheersen?

Het debat dat voor een belangrijk deel van buiten de bestuurskamer op het bord van bestuurders belandt, spitst zich voornamelijk toe op twee onderwerpen. Enerzijds is er

de discussie over de mate van risico dat met de beleggingen genomen wordt. De sinds enkele jaren gebruikelijke risicobereidheidsonderzoeken onder deelnemers maken dat debat explicieter, maar de onderzoeken roepen ook veel nieuwe vragen op. Anderzijds is er de discussie over maatschappelijk verantwoord beleggen. Deelnemers hebben toegang tot meer informatie dan ooit tevoren en zijn terecht kritischer geworden over de manier waarop hun geld beheerd wordt. Meer en meer zien maatschappelijke organisaties en actiegroepen financiële instellingen als sleutelspelers bij het bereiken van hun doelstellingen. Het opvoeren van de publieke druk op pensioenfondsen om een meer maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid te ontwikkelen, is daarvan een logisch gevolg.

3a. Debatten: Risico(houding)

Vraag een willekeurige werknemer of hij vindt dat zijn pensioenfonds risico mag nemen met zijn ingelegde euro's voor de oude dag, en de kans is groot dat het antwoord een ferm 'nee' zal zijn. We hebben het toch immers allemaal gezien? Tijdens de crisis is het zuurverdiende ingelegde pensioengeld verdampt, omdat pensioenfondsen het vergokten op de beurs. Daarom is er straks niets meer over, als deze deelnemer eindelijk met pensioen kan. Pensioenfondsen moeten dus gaan sparen, en wegblijven van de beurs.

Of toch niet? Laat deze werknemer zien wat het verschil in opbrengst op lange termijn is tussen sparen en beleggen. Laat zien wat er van zijn pensioen zou overblijven zonder de rendementen van de afgelopen decennia. En laat zien dat de vermogensaan groei door de beleggingsrendementen sinds het begin van de crisis zo groot is, dat de dip uit 2008 en begin 2009 al lang weer is goedge maakt. Dan is de kans groot dat diezelfde deelnemer veel genuanceerder denkt over het uitbannen van iedere vorm van risico.

Dilemma

Zie hier het dilemma van de pensioenfondsbestuurder die onderzoek laat doen naar de risicohouding van deelnemers. De eerste vraag is in hoeverre de risicohouding zuiver te meten is. Als dat dan het geval is, is de tweede vraag hoe bestuurders het best kunnen omgaan met de uitkomsten van dergelijk onderzoek.

Risicobereidheid en risicoaversie worden sterk gestuurd door sentiment, en dat is na jaren van economische onrust nog steeds overwegend risicoavers. Dat geldt zeker waar het beleggen voor de oude dag betreft. Werd risico voor de financiële crisis vaak onderschat, sindsdien lijkt het tegenovergestelde vaak het geval. Eenvoudigweg kwantitatief onderzoek laten doen naar de risicobereidheid van deelnemers met eendimensionale vragen over risico en pensioen, levert dan ook al snel het beeld op

van risicomijdende deelnemers. Een begrijpelijke uitkomst vanuit het perspectief van deelnemers, maar niet een die zonder meer in beleid kan of zou moeten worden vertaald.

Wanneer naast of in plaats van kwantitatief onderzoek ook kwalitatief onderzoek wordt gedaan, rijst een genuanceerder beeld op. Wanneer deelnemers in kleinschalige focusgroepen geconfronteerd worden met historische data en vooral met de consequenties van hun eigen voorkeuren, laten veel van hen een genuanceerder standpunt zien ten aanzien van de risicomaat van hun pensioenfondsen.

VOORBEELDEN UIT KWANTITATIEF EN KWALITATIEF ONDERZOEK

In het najaar van 2013 liet het Pensioenfonds van de Metalektro (PME) een risicobereidheidsonderzoek uitvoeren onder een representatieve groep deelnemers. Dat onderzoek was zowel kwalitatief (groepsdiscussies) als kwantitatief (online vragenlijst) van aard. Onderdeel van de groepsdiscussies was een minicursus pensioenen en pensioenbeleggingen.

Zekerheidszoekers

De meeste PME-deelnemers (58%) zijn zekerheidszoekers. Meer dan bij andere fondsen spreken zij een voorkeur uit voor een regeling met weinig risico.

Want speculeren en gokken doe je niet met andermans geld¹

Wanneer echter een optie wordt voorgelegd met een vaste bodem, kiest de helft van de initiële risicomijders alsnog voor enig risico. Als argument wordt daarbij aangedragen dat een bodem in de vorm van een minimumgarantie hun financiële planning eenvoudiger maakt. Wel vraagt men zich af waar de bodem dan ligt en de vrees blijft bestaan, gevoed door een grondig wantrouwen tegenover beleggen, dat men met lege handen komt te staan.

Onbekend maakt onbemind

Uit het onderzoek wordt duidelijk dat de meeste deelnemers nauwelijks weten hoe PME belegt en welke risico's het fonds daarbij loopt. En onbekend maakt onbemind. Niet alleen is er onbekendheid met de pensioenbeleggingen en de resultaten daarvan – ook het effect van inflatie op de langetermijnkoopkracht wordt door een meerderheid van de deelnemers onderschat. Beide onderwerpen werden toegelicht tijdens groepsdiscussies in een minicursus pensioenen en pensioenbeleggen. Voor de meesten was het een eyeopener die tot grote verbazing leidde. Die verbazing geldt met name de verhouding tussen premie-inleg en pensioenuitkomst. Gevoed door wantrouwen jegens beleggen en de crisisgeluiden om ons heen, gaan veel deelnemers ervan uit dat men ongeveer aan

1 Citaat uit kwalitatief risicobereidheidsonderzoek PME, 2013.

pensioen terugkrijgt 'wat je aan premie hebt ingelegd, als je geluk hebt'. Degenen die wat optimistischer zijn veronderstellen een rendement over de gehele looptijd van hun pensioenbouw van hoogstens enkele tientallen procenten. Geconfronteerd met de feiten over de verhouding tussen totale premie-inleg en pensioenuitkomst, die voor huidige deelnemers een factor drie tot vier betreft (voor oudere generaties die lage premies kenden is deze factor nog groter), is de verwondering iedere keer groot.

*Dat is veel! En we zitten maar te klagen. Dan doen ze het toch niet verkeerd.*²

Maar ook:

*Dan denk ik meteen, he, die communicatie is echt niet goed bij PME.*³

Hoe rationeel is de deelnemer?

Er zijn ook andere methoden om de risicobereidheid van deelnemers te meten. Hoogleraar Pensioenmarkten Fieke van der Lecq (Vrije Universiteit) boog zich in 2015 samen met andere onderzoekers over de vraag of er een meetmethode ontwikkeld kon worden met een uitkomst die rechtstreeks vertaald kan worden in een passend beleggingsbeleid. Volgens Van der Lecq blijkt uit het onderzoek dat, wil je tegemoetkomen aan de totale risicobereidheid van deelnemers, veel pensioenfondsen voor 100% in zakelijke waarden zouden moeten beleggen!

*We moeten concluderen dat de aanwezigheid van de AOW de totale netto uitkering al zo stabiel maakt, dat je pas met veel risico in de tweede pijler tegemoet komt aan de risicobereidheid van deelnemers.*⁴

De risicobereidheid van je deelnemers laten meewegen bij het vormgeven van je beleggingsbeleid lijkt logisch, maar de praktijk is weerbarstig. Wie kiest voor de makkelijke weg en slechts afgaat op al dan niet met kwalitatief onderzoek aangevulde kwantitatieve data over de risicohouding, kan van een koude kermis thuiskomen. Duidelijk is dat het voor veel deelnemers erg lastig is om een weloverwogen keuze te maken over de risicohouding van hun pensioenfonds. Ondanks jarenlange inspanningen bij veel fondsen, leeft er nog steeds een groot wantrouwen tegen de beleggingspraktijk. Risico wordt veelal overschat en de beleggingsopbrengsten worden juist onderschat. Op basis van die mispercepties is het voor deelnemers lastig te kiezen voor een afgewogen risicoprofiel. Daar komt nog bij, blijkt uit de studie van Van der Lecq, dat er onder deelnemers een grote en niet aan de hand van populatiekenmerken te voorspellen heterogeniteit bestaat in risicobereidheid.

2 Citaat uit kwalitatief risicobereidheidsonderzoek PME, 2013.

3 Idem.

4 Van der Lecq in *FD Pensioen Pro*.

Die constatering betekent allerm minst dat je niet moet luisteren naar wat deelnemers over risico te melden hebben. Risicohoudingen verschillen tussen hoog- en laagopgeleiden, tussen rijk en arm en tussen mannen en vrouwen.

Wat de praktijk verder leert is dat de sector nóg veel meer moet inzetten op voorlichting en communicatie. Een fonds zal de deelnemers een beter begrip kunnen bijbrengen rondom het beleggingsbeleid en de uitvoering daarvan als het aan de hand van de feiten en rekening houdend met sentimenten de dialoog aangaat met zijn deelnemers. Vooral ook zal dat fonds in zo'n dialoog veel van de deelnemers kunnen leren. Zo kan het beleid beter op de achterban worden afgestemd.

4a. Best practices: Risico(houding)

- Laat op zijn minst de relatieve risicobereidheid van je deelnemers (ten opzichte van de deelnemers van andere pensioenfondsen) meewegen bij het vaststellen van het beleggingsbeleid.
- Onderzoek de risicobereidheid van je deelnemers en neem de uitkomst daarvan als overweging mee bij de vaststelling van je beleggingsbeleid.
- Gebruik daarbij verschillende onderzoekstechnieken om tot zinnige resultaten te komen (zowel kwantitatief als kwalitatief onderzoek).
- Houd er bij de interpretatie van de onderzoeken goed rekening mee dat risicobereidheid voor deelnemers een erg lastig onderwerp is.
- Communiceer met deelnemers en ga in gesprek. Alleen dit kan al waardevolle informatie opleveren.
- Maak de langetermijnopbrengsten en -risico's van beleggen voor deelnemers zo inzichtelijk mogelijk. Een goed voorbeeld daarvan is de in 2017 door ABP en APG ontwikkelde Persoonlijke Pensioenpot, waarmee deelnemers inzicht krijgen in wat ze zelf aan pensioenpremie hebben betaald en wat het fonds aan hun pensioenvermogen heeft bijgedragen met beleggingsopbrengsten.

3b. Debatten: Maatschappelijk verantwoord beleggen

Het debat over maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB) door pensioenfondsen wordt niet zelden verhit gevoerd. Iedereen kent de discussies over investeringen in al dan niet controversiële wapens. Het debat over verantwoord beleggen is de afgelopen jaren echter sterk verbreed. Van beleggingen in fossiele brandstoffen, voedselderivaten, de kledingindustrie en mijnbouwbedrijven tot aan zaken dichter bij huis zoals de veiligheid van Belgische kerncentrales; pensioenfondsen hebben te maken met maatschappelijke druk en zullen er ook in de toekomst mee te maken hebben. Dat het er daarbij soms fel aan toegaat bleek bijvoorbeeld in 2014 toen pensioenfonds PFZW zwaar onder vuur kwam van pro-Israëliëse groeperingen nadat het fonds de investeringen in enkele Israëliëse banken had beëindigd. Niet lang daarvoor was PFZW juist scherp bekritiseerd door het pro-Palestijnse kamp, omdat het in gesprek was gegaan met de Israëliëse banken in plaats van er direct afscheid van te nemen.

Het voorbeeld van PFZW en de Israëliëse banken toont direct alvast aan: pensioenfondsen kunnen het niet iedereen naar de zin maken. Die ambitie zouden pensioenfondsbestuurders dan ook niet moeten hebben. Dat is dan ook meteen de enige makkelijke les die uit deze kwestie te trekken is.

Moving target

Maatschappelijke verontwaardiging heeft de eigenschap vaak vluchtig en onvoorspelbaar te zijn. Om die reden werd de kritiek op pensioenbeleggingen in sommige bestuurskamers nog wel eens weggewuifd. Het waait wel over, was het idee. Morgen staat er immers weer iets anders in de krant. Dat idee is een misvatting. De samenstelling van de prioriteitenlijst van maatschappelijke organisaties mag dan van een afstandje bekeken soms op een moving target lijken, de aandacht voor maatschappelijk verantwoord beleggen is blijvend en thema's als mensenrechten, arbeidsomstandigheden en klimaat zullen daarin ook de komende jaren een rol spelen. Pensioenfondsbestuurders zullen er daarom een visie op moeten ontwikkelen. Dat gebeurt gelukkig ook steeds vaker. Aandacht voor verantwoord beleggen is bij steeds meer pensioenfondsen een regulier onderdeel van het beleggingsbeleid, zo blijkt onder meer uit de jaarlijkse benchmark van de Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO). Toch zijn er nog steeds fondsen die nog niet zijn begonnen met het ontwikkelen van beleid.

Investments beliefs

Hoe voorkom je dat de dagelijkse actualiteitenrubrieken en actiegroepen de bestuurlijke agenda volledig gaan beheersen? Hoe geef je richting aan een standvastig beleid dat een tijdje meegaat? Allereerst helpt het als de visie op verantwoord beleggen integraal deel uitmaakt van de *investment beliefs* van een fonds. Het gaat daarbij niet zozeer om de inhoud van die visie, maar om het besef dat een visie op verantwoord beleggen als zodanig thuishoort in de kern van het beleggingsbeleid.

Keuzes en overtuigingen

Aan de basis van een beleid voor verantwoord beleggen staat de op het eerste oog wellicht wat pedante vraag waartoe het pensioenfonds op aarde is. Gaat het erom een zo goed mogelijke pensioenuitkering te verzorgen of is de opdracht breder en gaat het om het veiligstellen van een goede oude dag? Ben je van die laatste school, dan kan het verstandig zijn wat verder te kijken dan slechts naar financiële resultaten. Want voor een goede oude dag is waarschijnlijk meer nodig dan geld alleen. Goede zorg bijvoorbeeld, met voldoende handen aan het bed. Een bloeiende economie, een veilige samenleving en schone lucht.

Een andere keuze die aan de basis staat van het beleid is de vraag of je de overtuiging hebt dat verantwoord beleggen geld kost (en zo ja: hoeveel mag het dan kosten?) of juist geld oplevert. Beschikbare data en onderzoeken die een antwoord op die vraag proberen te formuleren tonen steeds meer aan dat verantwoord beleggen op termijn tot betere resultaten leidt dan als hier geen rekening mee wordt gehouden. Steeds meer mensen scharen zich achter het idee dat verantwoord beleggen in ieder geval op de lange termijn lonend kán zijn. De argumentatie achter die overtuiging is dat ondernemingen die fatsoenlijk met hun omgeving omgaan op termijn wel eens betere overlevingskansen zouden kunnen hebben en daarmee op termijn minder risico's kennen en een beter rendement opleveren. Ook wordt door de voorstanders van deze lijn gedacht dat duurzaam opererende ondernemingen vaak relatief beter geleide bedrijven zijn dan ondernemingen die het niet zo nauw nemen met mens, milieu en governance.

Risicobeheersing

Wie de overtuiging aanhangt dat duurzaam opererende ondernemingen vaak relatief beter geleide bedrijven zijn, ziet maatschappelijk verantwoord beleggen ook als instrument voor risicobeheersing. De link tussen verantwoord beleggen en risicobeheersing wordt steeds vaker en nadrukkelijker gelegd. Naast de beheersing van reputatierisico's gaat het daarbij ook om de beheersing van financiële risico's in de portefeuille. Denk bijvoorbeeld aan de mogelijke impact van klimaatrisico op de portefeuille of het risico van zogenoemde *stranded assets*.

Smaken verschillen

Wanneer gekozen wordt voor een expliciet beleid voor verantwoord beleggen, zijn de mogelijkheden in de uitwerking daarvan legio. Allereerst is het verstandig het beleid zoveel mogelijk te laten aansluiten bij de wensen van de achterban. Die wensen zijn over het algemeen verre van eensluidend, maar een aantal algemene observaties is vaak wel te maken. Om een eenvoudig voorbeeld te noemen: het ABP, dat ook de pensioenen van de Nederlandse militairen en politiemensen verzorgt, zal producenten van clustermunition kunnen uitsluiten, in lijn met het streven van de Nederlandse en andere overheden die wapens terug te dringen. Het fonds zal weinig voelen voor het uitsluiten van alle wapenproducenten, want wie bewapent dan straks nog onze krijgsmacht en onze politie?

Criteria voor uitsluiting

Soms geven gedeelde opinies binnen het deelnemersbestand als vanzelf richtlijnen voor het uitsluitingsbeleid. Het is dan ook altijd verstandig deelnemers hierover te raadplegen, ook omdat zo'n raadpleging richting kan geven aan het bredere MVB-beleid. Naast het houden van enquêtes onder de achterban is het raadzaam om te werken met kwalitatief onderzoek door het bijeenroepen van focusgroepen met bijvoorbeeld tien tot twintig deelnemers. Bestuurders kunnen aan de hand van stellingen en open vragen met deze deelnemers in discussie. Dit kan zeer waardevolle informatie opleveren, die behulpzaam kan zijn bij de besluitvorming, zeker wanneer de gegeven feedback over een zeker onderwerp eensluidend is.

Van eensluidendheid zal echter lang niet altijd sprake zijn. In dat geval kan het behulpzaam zijn op zoek te gaan naar criteria die zoveel mogelijk boven discussie verheven zijn. Daarmee wordt enerzijds willekeur voorkomen, en anderzijds wordt de kans verkleind dat het bestuur te veel moet reageren op de waan van de dag en het fonds doelwit wordt van actiegroepen. Mogelijke onafhankelijke maatstaven voor het uitsluitingsbeleid zijn internationale verdragen en internationaal recht. Het nadeel hiervan is dat het niet erg streng is.

Engagement

Het uitsluiten van ondernemingen of sectoren is misschien de bekendste vorm van verantwoord beleggen, het is de vraag of het de meest effectieve is. Het is natuurlijk plezierig als je richting je deelnemers en anderen kunt aantonen schone handen te hebben. Zolang andere financiers gewoon blijven beleggen in de uitgesloten ondernemingen, is de maatschappelijke impact van de uitsluiting echter zeer beperkt. Veel fondsen kiezen daarom voor engagementtrajecten. Dat betekent dat de dialoog wordt aangegaan met ondernemingen waarbij zorgen bestaan over het maatschappelijk verantwoord ondernemen, om het bedrijf te bewegen tot

verbetering. Bij de prioritering van engagementtrajecten en -thema's kan ook weer relatief eenvoudig aansluiting worden gezocht bij de wensen en opinies van de achterban. Zo focust PME in engagementtrajecten onder meer op vakbondsvrijheid en arbeidsomstandigheden. Die speerpunten passen bij de sector waarvoor PME werkt, met een relatief hoge organisatiegraad van werknemers en een sterke vakbondstraditie. Een ander voorbeeld van het zoeken van nauwe aansluiting bij de achterban is MITT, het pensioenfonds voor de mode-, interieur-, tapijt- en textielindustrie. Dit fonds voert een actief engagementprogramma met de internationale textielindustrie om te komen tot een verbetering van de veiligheid en arbeidsomstandigheden in onder meer Bangladesh.

Impact investing

Een ander instrument binnen verantwoord beleggen waarbij betrokkenheid van deelnemers kan worden georganiseerd is het zogenoemde impact investing. Dat zijn investeringen waarmee naast een financieel rendement expliciet ook een maatschappelijk rendement wordt nagestreefd. Het gaat daarbij bijvoorbeeld om investeringen in windmolenparken, zorginstellingen en microkrediet. De Sustainable Development Goals (SDG's) van de Verenigde Naties kunnen bestuurders helpen bij het kiezen van focusgebieden van impact investing. Ook kunnen deze SDG's worden gerelateerd aan bijvoorbeeld de aandelenbeleggingen van een fonds. Aandelen waarbij een duidelijke relatie kan worden aangetoond met de SDG's kunnen ook worden geclassificeerd als impactbelegging. Hierdoor wordt het mogelijk om ook impactrichtlijnen mee te geven aan een aandelen- of vastrentende portefeuille.

Een bijzondere vorm van impact investing is het beleggen in Nederland, met als expliciet of impliciet doel de Nederlandse economie te stimuleren. Bij impact investing is het van belang zeker te zijn van het draagvlak onder de achterban. Het maatschappelijk rendement bij deze beleggingen weegt zwaar en dat kan soms ten koste gaan van een (klein) deel van het financiële rendement. Dan is het belangrijk dat de achterban de nagestreefde maatschappelijke doelen steunt. Ook hier helpt het wanneer het bestuur eerst een goede discussie heeft over investment beliefs, om te bepalen hoe zwaar een fonds de niet-financiële doelstellingen wil meenemen in de beleggingsafwegingen. Overigens zal een bestuur altijd moeten toetsen of een investering/belegging-technisch te verantwoorden is. Een pensioenfonds kan immers naast financiële doelen ook maatschappelijke doelen nastreven, maar daarmee is het nog geen charitatieve instelling.

Drie varianten

In een discussie over impact investing en investment beliefs kan een bestuur ruwweg op drie varianten uitkomen, die helder uit te leggen moeten zijn aan deelnemers:

1. Alleen de financiële doelstellingen tellen mee.
2. Financiële en maatschappelijke doelstellingen tellen gelijkwaardig mee.
3. Niet-financiële doelstellingen mogen (deels) ten koste gaan van het rendement.

De laatste variant is een lastige, omdat de eerste beleggingsverantwoordelijkheid van een pensioenfonds het behalen van een goed rendement is. Veel pensioenfondsen zullen daarom bij de tweede variant uitkomen. Beleggingen in Nederlandse hypotheek is een voorbeeld dat eenvoudig de criteria haalt voor de tweede categorie: een goed rendement tegen lage risico's én een maatschappelijke meerwaarde door het stimuleren van de Nederlandse economie.

Naast het belang van draagvlak van de achterban speelt er bij impact investing nog een andere kwestie. Impact investing betreft vaak complexere en illiquidere investeringen, waarvan het vanwege de 'nieuwheid' lastiger kan zijn om een goede rendementsrisico-inschatting te maken. Het bestuur zal zich daarom de vraag moeten stellen of die extra complexiteit in de portefeuille geaccepteerd wordt én of er bereidheid is hier extra bestuurlijke tijd in te investeren om een dergelijke belegging verantwoord te beheersen. Een keuze voor de hierboven genoemde variant waarin financiële en maatschappelijke doelstellingen even zwaar meetellen, zal om in de praktijk te werken gepaard moeten gaan met een 'ja' op de acceptatie van een (iets) grotere complexiteit. Bij een 'nee' is het verstandig te kiezen voor een variant waarin alleen financiële doelstellingen meetellen.

4b. Best practices: Maatschappelijk verantwoord beleggen

- Maatschappelijk verantwoord beleggen hoort op de agenda van het bestuur. De thema's zijn divers en de polemiek is soms fel. Creëer draagvlak voor het beleid door deelnemers te betrekken bij de beleidsvorming, bijvoorbeeld door onderzoek te doen door middel van focusgroepen. Zelfs binnen relatief homogene groepen deelnemers kunnen de meningen scherp uiteenlopen. Daarom blijft het altijd de verantwoordelijkheid van de bestuurder om een juiste afweging te maken.
- Als bestuurder kun je nooit iedereen te vriend houden. Wie zijn keuzes bewust en goed onderbouwd maakt, zal een belangrijk deel van de onvermijdelijke kritiek kunnen pareren.
- Een keuze voor impact investing staat niet los van de mate van complexiteit binnen de portefeuille. Stel vast hoeveel wordt geaccepteerd en maak daar bestuurlijke capaciteit voor vrij. Bij de keuze voor impact investments kunnen de SDG's van de Verenigde Naties behulpzaam zijn.

5. Meer lezen? Literatuur

Netspar: 'Pension risk preferences. A personalized elicitation method and its impact on asset allocation', raadpleegbaar op www.netspar.nl

Marcel Andringa

Drs. Marcel Andringa RBA is uitvoerend bestuurder vermogensbeheer bij het Pensioenfonds van de Metalektro (PME). In die hoedanigheid vormt hij met de twee andere uitvoerende bestuurders het uitvoerend bestuur van het fonds. Marcel is ook lid van het algemeen bestuur van PME. Voor zijn aanstelling bij PME was Marcel onder meer hoofd beleggingsstrategie en directeur vermogensbeheer.

Hij studeerde Business Economics aan de Rijksuniversiteit Groningen.

Bram van Els

Bram van Els is zelfstandig gevestigd consultant op het gebied van communicatie, reputatie en profilering.

Hij studeerde sociologie aan de Universiteit van Amsterdam, overigens zonder die studie af te ronden. Als consultant adviseert en ondersteunt Bram met name pensioenfondsen, pensioenuitvoerders en institutionele vermogensbeheerders. Als auteur publiceerde hij onder meer in Pensioen Bestuur & Management en schreef hij het boekje Voor Elkaar van de Pensioenfederatie. Voorheen was Bram onder meer hoofd communicatie en woordvoerder bij PME en raadsvoorzitter van een Amsterdams stadsdeel.

3. BELEGGINGSBELEID

**Welke toegevoegde
waarde hebben
alternatieve beleggingen?**

HOOFDSTUK 13

Welke toegevoegde waarde hebben alternatieve beleggingen?

Fons Lute

1. Uitgangspunten

- Alternatieve beleggingen worden in de portefeuille opgenomen, omdat zij goede diversificatie zouden bieden, maar doen zij dat ook echt? Dat is een vraag die een bestuurder zich telkens moet stellen wanneer een nieuwe alternatieve beleggingsvorm wordt voorgesteld. Accepteer geen verkooppraatjes, maar ga zelf op zoek naar de onderscheidende kenmerken.
- Alternatieve beleggingen zijn complex. De bestuurder moet weten waarom hij erin belegt, maar zijn detailliekennis ervan hoeft niet hoog te zijn. Hij bestuurt en regelt goede governance; iemand anders beheert en kent alle details.
- De kosten van alternatieve beleggingen zijn doorgaans hoger en evidente voordelen moeten deze rechtvaardigen.
- Zonder geavanceerde systemen voor risicodecompositie en correlatieanalyse is het meten en beheersen van de toegevoegde waarden vrijwel onmogelijk.
- De rendementspatronen van alternatieve beleggingen zijn tijdsvariërend. De bestuurder moet nagaan hoe deze onder stress presteren. Gemaakte keuzen zijn niet voor eeuwig en herbelegging moet telkens heroverwogen worden.
- Performance is meestal niet persistent. Dat vergt selectievaardigheden. De bestuurder moet nagaan of hij die heeft of effectief kan mobiliseren.

2. Context

Alternatieve beleggingen omvatten alle vermogenstitels die niet op een beurs worden verhandeld en die niet als 'traditionele' beleggingscategorieën worden toegepast in de vermogensverdeling van institutionele beleggers. Deze definitie is niet ideaal vanwege het subjectieve element dat schuilt in wat al dan niet 'traditioneel' is. Het

gaat om private financiering door beleggers van bedrijven, gezinnen en overheden en dat vindt in essentie plaats door financiering van eigen vermogen – participatie in het eigen vermogen van een entiteit – of door het verstrekken van onderhandse leningen – participatie in het vreemd vermogen van een entiteit. Niet-beursgenoteerd onroerend goed is een alternatieve belegging die in veel beleggingsportefeuilles voorkomt. Deze alternatieve belegging is daardoor een traditionele belegging geworden. Desondanks sluit deze definitie goed aan op de praktijk.

Gunstige diversificatiekenmerken zijn meestal de belangrijkste reden om alternatieve beleggingen in de beleggingsportefeuille op te nemen. Er is een groeiende verscheidenheid aan alternatieve beleggingen, die meestal echter meer variaties zijn op een al bestaande vorm. In de praktijk onderscheiden wij de volgende alternatieve beleggingsvormen:

Financiering van Eigen Vermogen	Financiering van Vreemd Vermogen	Financiering van Verzekeringsactiviteit
Private Equity	Hypotheekleningen	Commodity futures
Onroerend Goed	Real Estate Dept	Catastrophy Bonds
Infrastructuur	Infrastructure Dept	Longevity Bonds
Hedgefondsen	Direct Lending	

Een gemeenschappelijk kenmerk van alternatieve beleggingen is dat ze illiquide zijn. Juist in deze illiquiditeit schuilt een voordeel voor beleggers, vanwege de premie die het oplevert als compensatie voor die illiquiditeit, die meestal gepaard gaat met het accepteren van een lange beleggingsduur.

Er bestaan manieren om de illiquiditeit te omzeilen. Dat gebeurt bijvoorbeeld bij onroerend goed, maar ook bij infrastructuur. De illiquide beleggingen worden in beleggingsfondsen opgenomen die – veelal beperkt – op beurzen verhandeld worden. Het nadeel daarvan is dat zulke beleggingen het karakter van aandelen krijgen. De correlatie met aandelen daarmee neemt toe, waardoor deze liquide alternatieve beleggingen minder diversificatie bieden. Dat merkt de belegger vooral in tijden van extreme marktvolatiliteit. De beursgenoteerde alternatieve belegging fluctueert dan sterk mee met aandelenkoersen. De private illiquide belegging doet dat niet. Dat is duidelijk een voordeel voor de illiquide belegging, al wordt het meestal weggeredeneerd als onnatuurlijke stabiliteit. Daarover meer bij de paragraaf ‘debatten’. Wel kan de liquide gemaakte alternatieve belegging andere gunstige eigenschappen hebben. Denk bijvoorbeeld aan de stabiele kasstroom die beursgenoteerde infrastructuurbeleggingen bieden.

Grondstoffen en edele metalen worden in deze definitie niet als alternatieve beleggingen gezien. Zij worden verhandeld op liquide markten, die voldoende transparantie bieden om goed doorgrond te kunnen worden. Dat neemt niet weg dat deze beleggingsobjecten bijzondere eigenschappen hebben die in een beleggingsportefeuille wel degelijk diversificatie bieden. Toch zijn grondstoffen en edele metalen andersoortige beleggingen, doordat zij geen inkomsten genereren en hun aantrekkelijkheid puur van prijsschommelingen afhangt. Daarnaast kan het beleggen in grondstoffen een premie opleveren, die samenhangt met de bereidheid van grondstoffenproducenten om op termijn producten (olie, tarwe, e.d.) te verkopen tegen een lagere prijs dan de huidige marktprijs. Het verschil tussen beide prijzen is feitelijk een verzekeringspremie die de producent wil betalen om afzet tegen een voor hem aanvaardbare prijs in de toekomst zeker te stellen.

Dit fenomeen heet ‘normal backwardation’. Het heet ‘normal’ omdat dit decennialang kenmerkend was voor het marktgedrag. Er waren niet zoveel partijen die als ‘verzekeraar’ wilden optreden. Dat is veranderd met de komst van beleggers als aanbieders van de verzekering.

Wanneer het aanbod van de verzekering stijgt, gaat de premie omlaag. De premie kan zelfs geheel verdwijnen en kan zelfs omslaan. Er zijn zoveel beleggers in de markt, dat de premie niet meer ontvangen maar juist betaald moet worden om in de markt te kunnen participeren. Dan is de prijs voor levering in de toekomst juist hoger dan de huidige prijs. De belegger ontvangt op het leveringsmoment echter de lagere prijs die bij het afsluiten van het contract (meestal een future) geldt en verliest dus aan de transactie. Deze situatie heet ‘contango’. In de jaren 2011 tot en met 2017 verkeerde de oliemarkt in een contango situatie. Dat betekende voor beleggers een lage opbrengst op beleggingen, vooral in olie dat het leeuwendeel van de grondstoffenmarkt vormt. Beleggen in grondstoffen is daarom zeker geen makkelijke manier om rendement te behalen.

Naast illiquiditeit hebben alternatieve beleggingen met elkaar gemeen dat toegang tot de markt met relatief hoge kosten gepaard gaat. Dat hangt onder meer samen met de bijzondere inspanning die de beheerders van de alternatieve beleggingen moeten verrichten om het geld geïnvesteerd te krijgen en de investering tot een goed einde te brengen. Het is de vraag of die kosten zo hoog en lineair moeten zijn als meestal in rekening wordt gebracht. De aanbieders vinden uiteraard van wel, maar hun zaak is niet sterk. Net als elders in de economie verwacht een belegger schaalvoordelen als hij ergens meer in belegt. Die ontbreken bij sommige alternatieve beleggingen. Zoals in hoofdstuk 11 al is betoogd is het vreemd dat er kennelijk geen schaalvoordelen optreden bij het beheer van grote versus minder grote en kleinere mandaten. Als bestuurder mag u het daar best mee oneens zijn. Geeft men u gelijk en laat men de vergoeding zakken, wees dan op uw hoede voor het verstoppen van fees door de aanbieder! In private equity komt dit regelmatig voor. Het voordeel blijkt dan een illusie.

Hoe alternatief zijn alternatieve beleggingen?

Alternatieve beleggingen zijn onmiskenbaar anders dan traditionele beleggingen. Het implementeren ervan vergt speciale vaardigheden en constructies zijn vaak complex. Los van het feit dat ze moeilijk te waarderen zijn, is het vaak ook niet zonder meer duidelijk wat ze feitelijk omvatten. Een manier om de bijzondere kenmerken van alternatieve beleggingen bloot te leggen is risicofactor decompositie. Het ontrafelen van de onderliggende kenmerken van een alternatieve belegging is een sleutel om tot vergelijking te kunnen komen met traditionele beleggingen. Voorwaarde daarvoor is de beschikbaarheid van methoden om de onderliggende kenmerken bloot te leggen

Ervaring met risicodecompositie leert dat alternatieve beleggingen minder alternatief zijn dan veelal wordt gesuggereerd. Op de keper beschouwd kunnen de elementaire bestanddelen van vrijwel alle beleggingen worden teruggebracht tot vijf fundamentele risico-elementen: renterisico, ondernemingsrisico, kredietrisico, liquiditeitsrisico en grondstoffenrisico. Alle beleggingen die wij kennen zijn combinaties van deze vijf elementen. De meest eenvoudige vormen zijn gestandaardiseerd ofwel gehomogeniseerd, worden op beurzen verhandeld en zijn daarmee liquide. Meer complexe combinaties zijn niet te standaardiseren en zijn dus heterogeen. Elke oplossing is specifiek en leent zich daardoor niet voor openbare handel. Dat maakt zulke beleggingen illiquide. De specifieke kenmerken worden door de wederpartijen in contracten samengebracht die speciaal voor hen worden opgesteld. Derivaten zijn gemodelleerde tussenvormen van de gestandaardiseerde combinaties die ook op beurzen verhandeld worden.

Alternatieve vastrentende waarden / private debt

Sinds de financiële crises van 2008-2010 zijn beleggers meer actief geworden in private debt, ofwel het verstrekken van onderhandse leningen. Hierbij regelen contracten tussen de geldlener en de geldnemer de leningsvoorwaarden. Dat kunnen tamelijk gestandaardiseerde contracten zijn, zoals bijvoorbeeld bij hypotheekleningen, maar het kunnen ook zeer op een specifieke constructie toegespitste contracten zijn die door wederzijdse onderhandeling worden vastgesteld. Naarmate het karakter specifiek wordt, is de belegging meer 'alternatief'. Net als privaat onroerend goed wordt beleggen in hypotheekleningen steeds meer als een traditionele belegging gezien. Maar dat is het niet door het ontbreken van een liquide markt waarop hypotheekcontracten verhandeld kunnen worden.

De opkomst van private debt hangt samen met veranderingen in marktregulering na de financiële crises. Tijdens de crisis is gebleken dat banken veel te omvangrijk financieringen hebben versterkt aan risicovolle debiteuren. Dat heeft de monetaire autoriteiten, zowel in de VS als in Europa, aangezet tot het verhogen van de

kapitaalbuffers die banken moeten aanhouden bij het verstrekken van zulke leningen. Het gevolg hiervan is dat banken grenzen ervaren in het uitlenen van geld en dat zij zelf ook voorzichtiger zijn geworden bij het verstrekken van leningen. Hierdoor is een markt geopend voor beleggers in het financieren van bedrijfsleningen, infrastructuur en onroerend goed. Het is interessant doordat de rente op zulke leningen doorgaans hoger is dan die in van de liquide obligatiemarkten. Maar de belegger moet wel weten waarin hij belegt en dus is grondig 'huiswerk' nodig om de specifieke risico's in kaart te brengen. Met uitzondering van infrastructuur leningen is de looptijd van private debt doorgaans laag. Dat betekent dat de periode van illiquiditeit voor de meeste institutionele beleggers zeer overzienbaar is. Daar staat tegenover dat een verlies door onverwachte wanbetaling niet makkelijk ingelopen kan worden. Het kan soms tot afboeking van een deel van de uitstaande leningen leiden.

Alternatieve risicopremies

Alternatieve beleggingen die het karakter hebben van participatie in eigen vermogen combineren de fundamentele risico-elementen op verschillende manieren.

Hedgefondsen doen dat in veel gevallen door marktrendement van posities in aandelen of obligaties te verkopen om zich te concentreren op het bedrijfs- of product specifieke rendementsverschillen. Dat doen zij echter niet allemaal: Commodity Trading Advisors (CTA's) nemen bijvoorbeeld juist volatiliteitsregimes als uitgangspunt voor de portefeuilleconstructie. Zij verdienen aan veranderingen in de volatiliteit van de markt als geheel en dus niet aan prijsfluctuaties van (een portefeuille van) specifieke aandelen of obligaties.

Infrastructuur geeft blootstelling aan ondernemingsrisico dat voor een groot deel is afgedekt door afzetcontracten of gebruiksconcessies. Hierdoor krijgt zo'n belegging in de aandelencomponent van een infrastructuurproject in de praktijk een rentekarakter dat duurt zolang het afzetcontract intact blijft. Dit levert hele stabiele kasstromen op.

Blootstelling aan risicofactoren wordt beloond door risicopremies. Deze risicopremies zijn in de praktijk in meerdere of mindere mate instabiel in de tijd. Instabiele risicopremies vergen meer dynamisch beheer.

Hedgefondsen en grondstoffen liggen dicht bij beursgenoteerde beleggingen en lenen zich voor het benutten van dynamische kansen. Er kunnen perioden zijn waarin zulke strategieën weinig opleveren. Dat hebben beleggers in hedgefondsen tijdens de financiële crisis gemerkt. Veel hedgefondsstrategieën (met uitzondering van CTA's) gingen in rendement flink achteruit en leverden beslist geen 'absolute returns'. Private equity, infrastructuur en real assets leveren door de tijd genomen stabielere risicopremies op.

Doordat alternatieve beleggingen qua constructie zeer specifiek zijn, is het succes van het beleggen daarin minder eenvoudig te beoordelen. Dat komt in de praktijk

tot uiting door grotere dispersie ofwel verscheidenheid in de rendementen die door beheerders van alternatieve beleggingen wordt behaald. Bij Private equity, bijvoorbeeld, zijn er grote verschillen tussen de best en de slechtst presterende fondsen, met resultaten die flink afwijken van het gemiddelde rendement. Is de belegger in staat succesvolle beheerders te selecteren en daar toegang toe te krijgen, dan is de kans op een goed rendement hoog. Kan hij dat niet, dan kan het rendement tegenvallen. Het komt er daarom op aan dat de belegger beschikt over 'selection skill'. De bestuurder moet zich afvragen of hij of zijn adviseurs daarover beschikken wanneer hij kiest voor het beleggen in alternatieve beleggingen. Het gaat hierbij om grootte, expertise en toegang tot het juiste netwerk. In de praktijk is het lastig genoeg om selection skill aan te tonen. Bescheidenheid op dit punt is daarom op zijn plaats.

3. Debatten

3.1 Alternatieve beleggingen leveren een liquiditeitspremie op

Over het algemeen wordt geaccepteerd dat het kiezen voor beleggingen met een 'lock-up' beloond wordt met een premie voor het afzien van liquiditeit. Terwijl dit door velen gezien wordt als een 'no-brainer' is het nog maar de vraag of dat waar is. Francis Longstaff van UCLA heeft hier in 2005 een interessante studie over geschreven, die in 2009 tot een artikel heeft geleid in de *American Economic Review*.¹ Hij stelt dat er reden is om aan te nemen dat er juist een premie is voor het beleggen in liquide markten. Een belegger in illiquide markten ontvangt dus een lagere premie in plaats van een hogere. Beleggen in liquide aandelen brengt daardoor meer op dan beleggen in private equity; niet op korte termijn, maar wel op lange termijn. Dat komt doordat op liquide markten een grote schare beleggers actief is met zeer uiteenlopende motieven, terwijl op illiquide markten een minder grote diversiteit heerst en de motieven veel meer parallel lopen. In liquide markten komen geduldige en ongeduldige beleggers samen en ze vertonen daar verschillend gedrag. In illiquide markten zijn alleen geduldige beleggers actief, aangezien ongeduldige beleggers zich daar niet toe aangetrokken voelen. De geduldige beleggers in liquide markten stellen de ongeduldige beleggers in staat te handelen zoveel als zij willen. Zij bieden als het ware die optie, ondergaan de hoge volatiliteit die door het handelen wordt veroorzaakt en ontvangen daarvoor over lange perioden een premie.

Longstaffs theoretische verhandeling druist zeer in tegen de gangbare gedachte en heeft tot opmerkelijk weinig debat geleid. Toch is het een plausibele gedachte en

1 Francis Longstaff, 'Portfolio Claustrophobia: Asset Pricing In Markets with Illiquid Assets', *American Economic Review*, 2009.

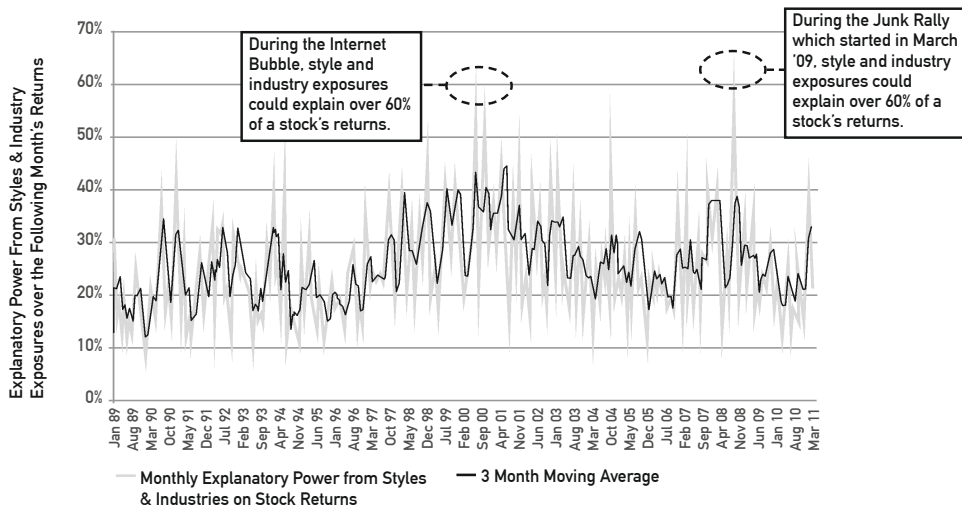
de vraag is of de theorie in de praktijk ook standhoudt. Een aanwijzing daarvoor is te vinden in het werk van Phalippou en Gottschalg (2009). Zij vinden een lager rendement op private equity dan op listed equity, waarbij zij zich baseren op het rendement van een brede aandelenindex. Phalippou (2014) preciseert dat later door private equity met het rendement op small cap aandelen te vergelijken. Het resulteert in de conclusie dat private equity hetzelfde rendement oplevert. Dat sluit de juistheid van de stelling nog niet uit, omdat private equity doorgaans met meer vreemd vermogen (leverage) gefinancierd is dan beursgenoteerde kleinere bedrijven (small caps). Als daarvoor gecorrigeerd zou worden, dan kan het rendement voor vergelijkbaar private equity alsnog lager uitkomen dan dat van small caps.

3.2 Ontbreken van marktwaardewoording miskent de hogere risicograad

Alternatieve beleggingen worden infrequent gewaardeerd en hun waardering valt lastig te objectiveren. Daardoor is de volatiliteit ervan doorgaans laag en dat maakt ze enigszins 'verdacht' ten opzichte van liquide beleggingen. Iedereen begrijpt dat beleggen in private equity risicovoller is dan het beleggen in large cap aandelen. De ondernemingen zijn kleiner en dat leidt tot hoger risico, onder andere door minder diversificatie van de bedrijfsactiviteiten en van afzetgebieden. Is een private equity onderneming echter ook risicovoller dan een small cap stock? Dat is al een stuk minder evident. Wel zijn de volatiliteitsverschillen tussen beiden groot; waarschijnlijk zelfs groter dan op basis van de risicoverschillen verwacht mag worden. Is dat normaal?

Wanneer de beurs altijd 'gelijk' heeft is het zeker niet normaal. Beleggers moeten de lagere volatiliteit van de illiquide belegging corrigeren naar het marktniveau om een realistische afweging tussen beide varianten te maken. Heeft de beurs wel altijd 'gelijk'? Dertig jaar geleden zou iedere belegger dat onmiddellijk beamen: markten zijn efficiënt en alle informatie zit in de prijs. Dat is niet langer de heersende opvatting. Inzicht in de verstoringen door psychologische factoren is door de behavioral finance literatuur naar boven gebracht. Er is weinig twijfel meer dat sentiment, vuistregels, schattingsfouten en drang om te handelen leiden tot hogere volatiliteit. Hoger dan op basis van veranderingen in de onderliggende fundamentele factoren van beleggingen verklaard kan worden.

BlackRock (2012) heeft als reactie op een Engels rapport door de Kay Commission in 2012 uitgerekend hoeveel van de volatiliteit van large cap aandelen in het Verenigd Koninkrijk verklaard kan worden (zie Grafiek 1).



Grafiek 1. De verklaringskracht van stijl- en bedrijfstakfactoren in aandelenrendementen

Het blijkt dat de verklaringsgraad van aandelenvolatiliteit niet veel hoger ligt dan 60%, op zijn best. Dat roept vraagtekens op over de relevantie van de volatiliteit op liquide markten ten opzichte van illiquide markten. Hier bestaat een belangrijk raakvlak met het vorige punt. Het is, althans theoretisch, plausibel dat grotere homogeniteit onder beleggers in een marktsegment tot minder handel leidt en dat daardoor de lagere volatiliteit een goede afspiegeling is van het werkelijke risico van het marktsegment. Lager dan op een markt met heterogene beleggers, waar de diversiteit in motieven en doorwerking van psychologie tot hoge handelsactiviteit leidt.

Combinatie van dit argument en het voorgaande leidt tot de conclusie dat de langetermijnbelegger in een markt met heterogene beleggingsmotieven beloond wordt voor zijn geduld en voor het bieden van handelsmogelijkheden aan beleggers met handelsmotieven. De laatste groep verdient in zijn geheel niet aan de hoge handelsactiviteit, maar veroorzaakt wel de hoge volatiliteit. De geduldige belegger ondergaat die hoge volatiliteit – die dus uitstijgt boven wat fundamenteel verklaard kan worden – en ontvangt daarvoor uiteindelijk een premie. Zo'n premie is er niet voor de belegger in de minder volatiele illiquide markt.

Dit is beslist niet evident, sterker nog, de meeste beleggers vinden dit hoogst ongebruikelijke argumentatie. En terecht. Na tien jaar denken over het 'Longstaff paper' vind ik deze verbanden echter volkomen logisch. Het werpt een geheel ander licht op alternatieve beleggingen, die ondanks hoge kosten opeens veel interessanter zijn dan menigeeen denkt. Dit is zo, omdat ze de economische realiteit beter benaderen dan het beeld dat ons via beurzen daarvan wordt voorgeschoteld.

3.3 Complexiteit is door een bestuurder niet te beheersen en dat moet tot minder alternatieve beleggingen leiden

Bestuurders worden in toenemende mate geacht op de hoogte te zijn van de inhoudelijkheid van de beleggingen van het pensioenfonds, althans zo worden de richtlijnen van de toezichthouder uitgelegd. Kernvraag is hoever dit moet gaan. Terwijl het in mijn ogen volstrekt redelijk is van een bestuurder te eisen dat hij goed weet waarom een belegging in zijn portefeuille is opgenomen, is het onredelijk te eisen dat dit zich uitstrekt tot het microniveau van beleggingen.

Als diversificatie het grote voordeel is van alternatieve beleggingen, dan mag van een bestuurder worden verwacht dat hij kan uitleggen wat de kenmerken zijn van elke groep van alternatieve beleggingen en hoe deze de gehele portefeuille aanvullen, robuuster maken of daarmee juist overlap vertonen. In de praktijk is dat voor veel bestuurders nog niet zo'n eenvoudige opgave, vooral wanneer een alternatieve belegging bijzondere complexiteit in zich heeft. De bestuurder moet op zoek gaan naar de specifieke kenmerken van die belegging. Die kennis kan door adviseurs worden aangedragen. Belangrijk is dat zulke aangedragen kennis ook wordt getoetst bij derden. Komt het van de uitvoeringsorganisatie, de fiduciaire manager of de consultant, dan kan een check plaatsvinden via bijvoorbeeld de ALM-deskundige of een cross-check via de andere betrokkenen.

Tabel 1 geeft de correlatie tussen verschillende beleggingscategorieën weer. Deze cijfers zijn verkregen bij CEM Benchmarking uit Toronto, Canada. De tabel laat zien dat alternatieve beleggingen diversificatie bieden; private equity het minst en onroerend goed en andere 'real assets' het meest.

	Stock: U.S. Large Cap	Stock: U.S. Small Cap	Stock: Non-U.S.	Hedge Funds /TAA	Private Equity	Fix. Inc.: U.S. Broad	Fix. Inc.: Long Duration	Fix. Inc.: U.S. Other	Fix. Inc. Non-U.S.	Unlisted Real Estate	Listed Equity REITs	Other Real Assets
Stock: U.S. Large Cap	n/a	0.92	0.89	0.93	0.85	0.00	-0.43	0.65	0.50	0.49	0.55	0.28
Stock: U.S. Small Cap		n/a	0.89	0.80	0.88	-0.03	-0.52	0.66	0.51	0.58	0.64	0.41
Stock: Non-U.S.			n/a	0.86	0.91	-0.02	-0.54	0.72	0.60	0.55	0.58	0.53
Hedge Funds/TAA				n/a	0.80	0.14	-0.31	0.71	0.54	0.44	0.50	0.38
Private Equity					n/a	-0.11	-0.62	0.65	0.41	0.54	0.50	0.48
Fix. Inc.: U.S. Broad						n/a	0.66	0.62	0.65	0.37	0.43	0.18
Fix. Inc.: Long Duration							n/a	-0.06	0.11	-0.06	-0.02	-0.16
Fix. Inc.: U.S. Other								n/a	0.81	0.66	0.68	0.52
Fix. Inc. Non-U.S.									n/a	0.50	0.63	0.52
Unlisted Real Estate										n/a	0.92	0.47
Listed Equity REITs											n/a	0.49
Other Real Assets												n/a

Bron: CEM Benchmarking Inc., Augustus 2017

Tabel 1 – Correlaties tussen liquide en illiquide beleggingscategorieën

Idealiter bestaat er bij elke alternatieve belegging inzicht in de blootstelling naar onderliggende risicofactoren, zodat deze blootstelling geaggregeerd kan worden naar het totale portefeuilleniveau. Even belangrijk is het hebben van inzicht in de mate van non-normaliteit, dat wil zeggen het gedrag van de alternatieve belegging onder extreme marktomstandigheden. Dat gedrag kan negatief zijn (zoals bij hedgefondsen die veel waarde kunnen verliezen tijdens een crash), maar ook positief (zoals bij infrastructuur als er sprake is van inflatiecompensatie in de opbrengstenstroom). Het moet leiden tot een boete voor hoge multi-assetcorrelatie tijdens crashes, in de vorm van een hogere risicopremie die wordt geëist dan op grond van de conventionele opvatting nodig wordt gevonden.

Als het gedrag daarentegen positief is kan die eigenschap beloond worden door middel van het eisen van een lagere risicopremie dan doorgaans redelijk wordt gevonden. Het pensioenfonds krijgt daardoor de mogelijkheid om meer naar zo'n beleggingsvorm te alloceren, aangenomen dat de risicograad en de correlatiebijdrage in orde worden bevonden.

3.4 Instappen kan heel goed, maar je komt er nooit meer vanaf

Een nadeel van alternatieve beleggingen kan zijn dat een pensioenfonds er, als er eenmaal in geïnvesteerd is, niet of nauwelijks vanaf komt. Daarom wordt dan ook een premie voor illiquiditeit geëist. De vraag is of dit nadeel werkelijk zo materieel is. Een pensioenfonds moet immers niet meer naar illiquide beleggingen alloceren dan de duration van de verplichtingen samen met de liquiditeitsbehoefte onder stressomstandigheden mogelijk maken. Een belegging in infrastructuur voor twintig jaar is niet erg, doordat dit enige matching geeft met de verplichtingen.

De illiquiditeit wordt wel een probleem bij strategieën waarvan de spelregels gedurende de looptijd wijzigen of waarvan continue (her)financiering niet gegarandeerd is. Alternatieve beleggingen die (sterk) afhankelijk zijn van de beschikbaarheid en de prijs van leenvermogen (leverage) bloeien in perioden van uitbundigheid, maar lijden in perioden waarin die prijs omhooggaat en het aanbod ervan wordt afgeknepen. Dat geldt onder andere voor private equity en hedgefondsen, die ook leunen op leverage.

Naarmate de beloningsstructuur van een alternatieve belegging meer 'rent-seeking' (stabiele opbrengst leverend) is dan 'entrepreneurial' (winstafhankelijk) zal de invloed van zich wijzigende omstandigheden beperkt zijn. Dat geldt vooral voor infrastructuur en onroerend goed. Bij private equity en hedgefondsen, die sterk entrepreneurial zijn, is het tijdsvariërende karakter van de opbrengsten veel sterker.

3.5 Beleggen in aandelen is goedkoop, terwijl private equity extreem duur is

Kosten liggen bij Nederlandse pensioenfondsen tegenwoordig onder het vergrootglas, maar hoe komt u als bestuurder tot een eerlijke kostenvergelijking? Het is aantrekkelijk om over private equity te concluderen dat deze beleggingsvorm wel extreem duur is ten opzichte van gewone aandelen en dat private equity dus feitelijk inferieur is. Toch is dat wat ongenueanceerd, want hoeveel kosten maken de beursgenoteerde ondernemingen eigenlijk om u als belegger het aandelenrendement te kunnen bieden?

De general partner in een private equity fonds berekent hoge kosten door voor juridisch advies en strategiebegeleiding van de ondernemingen waarin hij belegt. Hij rekent bovendien hoge fees en hij heeft commissarissen die ook goed beloond worden. Dat valt op en leidt tot een flinke afslag op het rendement dat wordt gemaakt.

Zijn de kosten van beursgenoteerde ondernemingen dan zoveel lager, of kijken we daar eigenlijk nooit naar? In zekere zin vergelijken beleggers appels met peren als het om kostentoerekening gaat. Dat kan ertoe leiden dat gunstige eigenschappen van private equity – om bij dat voorbeeld te blijven – van tafel worden geveegd, louter omdat de kosten hoog zijn. Daarover is ook in de academische wereld nog weinig nagedacht. Vooral Ludovic Phalippou heeft veel onderzoekswerk verricht om eerlijke vergelijking tussen beursgenoteerde aandelen en private equity mogelijk te maken. Dat concentreert zich echter vooral op rendementen. Het effect van verschillen in kosten is, net als verschillen in leveragegraad, tot op heden nog niet empirisch uitgefilterd.

De stap naar het eerlijk vergelijken van de risicograden, zoals in dit hoofdstuk eerder is beschreven, is nog niet gemaakt, net zo min als een eerlijke kostenvergelijking. Dat zouden nuttige vervolgstappen zijn, al kunt u daar als bestuurder op dit moment niet zoveel mee. U kunt echter in het denken over voor- en nadelen wel proberen de discussie zo eerlijk mogelijk te houden.

4. Best practices

- Een bestuurder die goed beslagen ten ijs komt als hij keuzes moet maken rondom alternatieve beleggingen, maakt afwegingen over de zes factoren die ik in dit hoofdstuk heb genoemd. Hij beschikt over (iemand die hem helpt met) risicomodellen die de eigenaardigheden van alternatieve beleggingen kan identificeren en kan deze samenvoegen met de rest van de beleggingsportefeuille.
- Een bestuurder weet wat er voor elke alternatieve belegging wordt betaald en wat

de argumenten zijn om die kosten te rechtvaardigen. Een bestuurder nuanceert de doctrine dat alternatieve beleggingen duur zijn en om die reden niet passen in het beleggingsbeleid van een pensioenfonds.

- Wanneer een bestuurder een beheerder van de alternatieve beleggingen spreekt, vraagt hij hem om helder uit te leggen wat zijn toegevoegde waarde is geweest en of hij dat kan toelichten aan de hand van een overzicht van de cash flows die zijn belegging heeft voortgebracht.

5. Meer lezen? Literatuur

BlackRock (2012), ongepubliceerde brief aan de Kay Commission.

Illmanen, Antti (2011), *Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards*, West Sussex: Wiley Finance.

Kay, John (2012), 'The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making: Final Report'.

CEM Benchmarking Inc. (2017), 'Asset Allocation and Fund Performance of Defined Benefit Pension Funds in the United States, 1998-2015 (updated)'.

Longstaff, Francis A. (2009), 'Portfolio Claustrophobia: Asset Pricing In Markets with Illiquid Assets', *American Economic Review*, 99(4), p. 1119-1144.

Phalippou, Ludovic, and Oliver Gottschalg (2009), 'The Performance of Private Equity Funds', *Review of Financial Studies*, 22(4), p. 1747-1776.

Phalippou, Ludovic (2014), 'Performance of Buyout Funds Revisited?', *Review of Finance*, 18(1), p. 189-218.

Fons Lute

Fons Lute RBA heeft meer dan dertig jaar ervaring in het vermogensbeheer bij institutionele beleggers. Hij werkt sinds 2016 als client portfolio manager bij Russell Investments in Amsterdam en Londen, waar hij verantwoordelijk is voor het beheer van multi-asset portefeuilles die voor pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen worden beheerd. Daarvoor werkte Fons onder andere bij BlackRock Solutions (London), PGGM, Blue Sky Group, Fortis Investments, Delta Lloyd, Hoogovens Pensioenfondsen en PGB. Hij is vele jaren lid geweest van beleggingscommissies bij pensioenfondsen en heeft les gegeven bij SPO en aan de VU. Bij de VBA is Fons voorzitter van de Accreditatiecommissie Permanente Educatie en lid van het Curatorium Permanente Educatie.

3. BELEGGINGSBELEID

Hoe wapen
ik me als bestuurder
tegen het hardnekkige
actief-passief debat?

HOOFDSTUK 14

Hoe wapen ik me als bestuurder tegen het hardnekkige actief-passief debat?

Alfred Slager

1. Uitgangspunten

- Bepaal wat actief en passief betekent voor het eigen fonds. Bij veel besturen is er sprake van spraakverwarring, omdat er gedeelde beelden bestaan. Deel dit ook met de vermogensbeheerder.
- De vraag is niet of er kansen zijn voor actief management; dat antwoord is ja. De vraag is vooral of het fonds in staat is om die kansen te benutten. Dat antwoord is vaker nee dan een bestuurder denkt.
- Probeer een goede opdrachtgever te zijn bij actieve strategieën, en focus op meer dan 'in control' zijn. Beschouw ze als een langetermijnkeuze; wees eerlijk met elkaar over de horizon. Benoem van tevoren wanneer een actieve strategie gaat tegenvallen, en hoe je als bestuur hierop (niet) moet reageren.
- Maak het jezelf als bestuur makkelijk. Vraag de uitvoerder naar het 'nul'-alternatief. Een actieve beleggingsstrategie betekent extra risicobudget voor het actieve risico. Hoe ziet het alternatief eruit als er in de portefeuille een beetje meer risico genomen wordt? De portefeuille is dan nauwelijks veranderd, even beheersbaar en met lage kosten.

2. Context

Actief versus passief beleggen zal niet direct volle zalen trekken in de bioscoop, maar heeft als script de broodnodige ingrediënten voor een goed verhaal. Er is rivaliteit, de held en de schurk zijn misschien elkaars tegenpolen, maar ze zijn ook aan elkaar gewaagd. Bovendien is er een cliffhanger: we weten niet hoe het verhaal eindigt, waardoor de producenten alweer een vervolgverhaal kunnen maken. Het debat over actief of passief beleggen is een vertrouwd debat voor bestuurders. Na decennia overwegend actief te hebben belegd, maakt passief beleggen momenteel een grote opmars bij Nederlandse pensioenfondsen. Steeds meer aandelen- en

obligatieportefeuilles worden passief ingericht met als doel de benchmark te repliceren en niet te verslaan. Een indrukwekkende opmars van passieve invulling, die voorlopig niet lijkt te stuiten.

Een veelgehoorde stelling is dat passief management nu in opkomst is, omdat pensioenfondsen hier min of meer toe gedwongen worden door de tijdsgeest en de toezichthouder en zo geld laten liggen. Bovendien zijn er veel interessantere gebieden om met actief beleggen resultaten te boeken. Of is er meer aan de hand, en heeft de bestuurder na veertig jaar debat hierover een duidelijke richting gekozen? Dit artikel onderzoekt wat actief versus passief nu tot zo'n hardnekkig onderwerp maakt, en waarom een bestuurder zich hier iets van kan (of moet) aantrekken.

Vertrekpunt voor de discussie is het empirisch onderzoek dat vanaf eind jaren tachtig beschikbaar is gekomen dankzij de opkomst van databases, rekenkracht en maatstaven voor het beoordelen van de toegevoegde waarde van actief management. Dat beeld stemt over het algemeen niet vrolijk. Veel beleggingsfondsen spiegelen mooiere resultaten voor dan uiteindelijk worden gerealiseerd. Dit heeft achteraf drie redenen: de sector gaat onder aan zijn eigen succes, het gevaar van klinische testen en menselijk gedrag.

2.1 Ondergaan aan eigen succes

Begin jaren zeventig, voordat de financiële markten gedereguleerd werden door Amerikaanse en Europese overheden, waren beurzen beperkt open en was informatie schaars. Het aantal spelers was beperkt, waardoor een belegger met eerdere of betere informatie daadwerkelijk een verschil kon maken. De situatie is echter dramatisch gewijzigd. De beurzen en beleggingsmogelijkheden zijn explosief gestegen, maar het aantal mensen dat zich bezighoudt met informatieverwerking over nieuwe beleggingen is zo mogelijk nog harder gestegen. Dit gaat gepaard met een indrukwekkend arsenaal aan kennis en computermogelijkheden om elke beweging te signaleren en te analyseren. Ook al zijn de mogelijkheden om extra rendement te maken de afgelopen jaren gestegen, alleen al het feit dat er zoveel mensen mee bezig zijn maakt de spoeling dun. Daardoor verwordt het tot een 'losers game', een spel met vooral verliezers. Daar blijft het niet bij. In de loop van de jaren negentig komt een nieuw inzicht naar boven, namelijk dat we markten en beleggingen beter vanuit een gedragsperspectief kunnen analyseren. Beleggers en beleggersmarkten zijn immers eerder adaptief dan efficiënt: zodra een beleggingskans gezien wordt, wordt die door velen gezien, die hun strategie hierop baseren en erop duiken. Beleggingstheorie is namelijk een sociale wetenschap; op het moment dat we een relatie ontdekken met elkaar en hierop inzetten, verandert de relatie en daarmee ook het beoogde resultaat. In het slechtste geval is de beleggingskans weg voordat die ten volle benut kan worden. In het beste geval heeft de belegger een tijdelijk voordeel. Kortom, de vraag voor een vermogensbeheerder of bestuurder is hoe *persistent* de beleggingsstrategie is.

2.2 Klinische testen

Een onderbelicht fenomeen is dat veel beleggingsstrategieën over het algemeen in economiefaculteiten of door vermogensbeheerders met grote onderzoekscapaciteiten ontwikkeld worden. Zij baseren zich daarbij vaak op grote databases, die voor allerlei effecten geschoond worden. De onderzoekers hebben hiermee vrij spel om allerlei verbanden tussen factoren en rendement of risico te vinden en te testen, die vervolgens de basis vormen voor actieve strategieën. De verbanden die standhouden kunnen vervolgens verder worden onderbouwd. De reden *waarom* die verbanden er zijn, en waarom dit in de toekomst wel of niet zou standhouden, is echter niet altijd duidelijk. Een van de baanbrekende studies is die van Fama en French, waarin verschillen in rendement en risico worden toegeschreven aan welke risicofactor de aandelen hebben. Deze studie heeft de weg bereid voor beleggingsstijlen en beleggingsattributie. Trends als factorbeleggen kunnen hier rechtstreeks op worden gebaseerd. Fischer Black beschreef echter al dat Fama en French de keuze van de factor op basis van *trial and error* tot stand hadden gebracht; twintig jaar na dato is er wel een eensluidend oordeel dat deze factoren een rol spelen, maar is er geen consensus waarom juist deze factoren werken.

2.3 Menselijk gedrag

Ten slotte kan actief management tegenvallen door menselijk gedrag. In de jaren negentig komt de gedragseconomie op, die een andere benadering kiest en het gedrag van beleggers bestudeert. Dit levert nieuwe inzichten op, die aantonen dat de lager dan verwachte resultaten van actief management persistenter en verklaarbaarder zijn dan verwacht. Een voorbeeld kleurt dat in. Eerder beschreef ik al dat beleggers de mogelijkheid hebben, als zij een mogelijkheid tot outperformance zien, dit te laten verdwijnen door er met zijn allen op te duiken. Belangrijker is echter het werk van Kahneman en Tversky die de verliesaversietheorie ontwikkelden, waarbij deelnemers een bepaald verlies veel zwaarder wegen dan dat ze eenzelfde waardestijging waarderen. Neem bijvoorbeeld de beheerder die aan het eind van het jaar een vergoeding krijgt in de vorm van een percentage van het overrendement dat hij of zij dat jaar heeft verdiend. Als de beheerder halverwege het jaar een flink verlies boekt, dan is de kans groot dat het pensioenfonds, dat er dicht bovenop zit, met ontslag van het mandaat dreigt. De beheerder ziet dit ook. De verleiding is dan erg groot om in de tweede helft van het jaar grotere risico's te nemen, misschien wel te grote, om het verlies weer goed te maken. Zou dit goed uitpakken, dan is het mandaat gered, gaat het mis, dan was de beheerder het mandaat toch kwijt. Het tegenovergestelde vindt plaats als een vermogensbeheerder wel zijn doelen zou halen. Als dit het geval is, is de prikkel om door te werken voor het fonds beperkt. Met andere woorden, op basis van de verliesaversietheorie is eenvoudig te beredeneren dat ex-post resultaten van actief management altijd tegenvallen.

3. Debatten

Menselijk gedrag, klinische testen en ondergang aan eigen succes maken dat de kansen voor actief management wel bestaan, maar dat het qua resultaat de neiging heeft om teleur te stellen. De vraag is dus eigenlijk, als we dit weten, waarom actief management dan zo persistent is, en onder welke voorwaarden het wel relevant is voor een pensioenfonds. De afgelopen jaren zijn drie thema's vooral onderwerp van debat:

1. We moeten niet naar het verleden kijken – er zijn bepaalde gebieden die interessanter zijn voor actief management.
2. Opdrachtgeverschap bepaalt succeskansen: misschien zijn pensioenfondsbestuurders slechte opdrachtgevers, waardoor niet de voordelen, maar vooral de nadelen van actief management worden binnengehaald.
3. Misschien is actief management niets anders dan een aanbodgedreven discussie, en moeten bestuurders zich hier beter tegen wapenen.

3.1 Gebieden voor actief management

Het voorgaande betoog heeft een voor de hand liggende vraag vermeden, door zich te richten op de 'klassieke' discussie, waarbij een manager een meetlat moet verslaan. Actief management is echter meer – elke vorm van actieve visie over de waardering en ontwikkeling van de beleggingen, de inrichting van de beleggingen hierop, en een strategie om dit mogelijke waarderingsverschil uit te nutten. Met andere woorden, actief management is breder, en raakt veel meer stappen in het beleggingsproces van het pensioenfonds.

VORM VAN ACTIEF MANAGEMENT	REFERENTIE-PUNT	VISIE ACHTER ACTIEF MANAGEMENT	AANDACHTSPUNTEN
Strategische Asset Allocatie	Asset Allocatie met gemiddelde aannames	De initiële waardering van de beleggingscategorie is bepalend voor het te verwachten rendement in de komende tien jaar.	We kunnen bubbles niet voorspellen, maar wel aangeven wanneer iets in een (historisch) perspectief goedkoop of duur is. Het probleem voor een bestuurder is echter dat hij gelijk kan hebben, maar het niet hoeft te krijgen.

Klassiek actief management	Benchmark binnen assets	Anomalie in de markt dat uitgenut kan worden; manager krijgt een 'tracking error'-budget om dit uit te nutten.	Neiging bestaat de manager te smalle bandbreedtes mee te geven: wel de kosten, niet de outperformance ('closet indexing').
Geconcentreerd actief management	Brede index benchmark	Manager kan zich beter concentreren op de beleggingen waar hij echt iets van vindt in plaats van een hele benchmark mee te slepen.	Fonds heeft een lange horizon (5-10 jaar) nodig om strategie te zien lukken; verder heeft het forse uitslagen, te geconcentreerde portefeuilles kunnen op gespannen voet staan met diversificatie, een belangrijk uitgangspunt in de prudent-person regel.
Tactische Asset Allocatie	Benchmark vast, verhouding assets vast	Onevenwichtigheid tussen de assets houdt langer aan, en heeft duidelijkere trends dan binnen de assets. Kennis van macro-economie en financiële markten heeft dan waarde.	Bij TAA draait het om een beperkt aantal keuzes, waardoor de kans op goed resultaat sterker door toeval bepaald wordt. Verder bouwen beleggingscommissie/ bestuur, door beperkte aantal vergaderingen, geen ervaring op als ze hierbij betrokken zijn.
Alternatieve index	Markt-kapitalisatie index	De benchmark-constructie zelf is inefficiënt; actieve constructie verbetert rendement/risico.	Onderzoek ondersteunt dit argument, zeker bij marktkapitalisatie gewogen indices. Een duidelijk, beter alternatief is er, buiten landenaanpassingen voor vastrentende waarden, nog niet echt. Dit is de 'claim to fame' voor de aanhangers van factorbeleggen.

Ongere- stricteerde beleggingen	Kas + opslag	Benchmarks dekken maar een deel van het beleggingsuniversum, daarbuiten is informatie waardevol en moet hierop worden ingespeeld.	Dit type beleggingen, denk aan hedgefondsens, wordt steeds meer gerestricteerd; onder meer omdat de resultaten soms sterk meebewegen met het beleggingsuniversum (aandelen, obligaties).
Lange termijn / illiquide beleggingen	Geen; IRR	Illiquide beleggingen vereisen kennis van de individuele objecten en zijn daarmee per definitie actief management.	

Tabel 1. Vormen van actief management

Tabel 1 laat zien dat actief management brede toepassingen heeft. Bij elke strategie speelt echter dezelfde vraag: hebben we een duidelijk economisch kader dat beargumenteert waarom deze strategie waarde toevoegt? Hebben we zicht op de marktdynamiek en gaat deze strategie niet aan haar eigen succes ten onder? En ten slotte, welke gedragskenmerken zitten het fonds in de weg om het volle potentieel te benutten?

3.2 Opdrachtgeverschap

Misschien biedt actief management de nodige voordelen, maar wordt dit beperkt doordat pensioenfondsen slechte opdrachtgevers zijn die (te) kort op de bal zitten. Hier zit een kern van waarheid in. Contracten met vermogensbeheerders worden steeds strikter wat op zich een goede ontwikkeling is. Dit soort contracten en performance-evaluaties met een korte looptijd suggereren een hoge mate van ‘in control’ zijn. Ze staan echter in schril contrast met de aard van de verplichtingen van pensioenfondsen, die vaak een looptijd van vijftig jaar of langer hebben. Empirische onderzoeken naar de resultaten van het inhuren en ontslaan van externe beheerders door institutionele beleggers zijn beperkt. Er wordt vaker van managers gewisseld, de gemiddelde duur van de mandaten neemt af, en het aantal mandaten per beleggingscategorie neemt juist toe. Nieuwe externe beheerders worden meestal ingehuurd na een periode van hoge positieve toegevoegde waarde (de ‘outperformance’ ten opzichte van de benchmark), vergeleken met die van de huidige externe beheerder. Deze outperformance verdwijnt echter nadat de nieuwe externe beheerder is

ingehuurd; de beheerder die ontslagen is laat op zijn beurt weer extra performance zien. Amerikaans onderzoek schat in dat de gemiste kosten door ontslag en selectie, boetes en transitie tezamen voor een beleggingsmandaat kunnen oplopen tot 5-10%. Kortom, aangenomen dat actieve managers niet altijd constante outperformance halen, betekent dit dat een pensioenfonds het gevaar loopt een manager in te huren als hij al een deel van zijn actieve kruis vershoten heeft, om daarna eerder dan gepland teleurgesteld afscheid te nemen. Is dit te wijten aan de actieve manager, of aan het selectieproces en de verwachtingen van het pensioenfonds? Rationeler zou zijn de manager in te huren na een periode van forse underperformance, maar een bestuur zal dat niet snel doen, het is nu eenmaal te moeilijk om uit te leggen.

De vraag die derhalve rijst is of de prikkels die in het systeem zitten bij het pensioenfonds tot onnodige wisseling van vermogensbeheermandaten leiden, en zeker niet bijdragen aan het behalen van de fondsdoelstellingen, terwijl de pensioenbestuurder zich onnodig werk op de hals haalt. Dit is een van de redenen dat fondsen ook onderzoeken of overwegen om de benchmark los te laten, en portefeuilles in te richten met een langetermijnhorizon.

3.3 Aanbodgedreven?

Als een bestuurder opnieuw een pensioenfonds zou mogen ontwerpen en zou mogen bepalen hoe deze opereert in de financiële markten, dan zou het actief-passief debat niet eens naar boven komen. Wordt een pensioenfondsbestuur niet gewoonweg met een probleem opgezadeld waar het niet om gevraagd heeft? Een pensioenfonds doet zichzelf plezier door – onafhankelijk van de uitvoerder of fiduciair – stil te staan bij deze vraag en te bepalen wat voor het fonds en deelnemers belangrijk en plausibel is in het actief-passief debat. Deze uitspraken noemen we (beleggings) overtuigingen. Dit zijn belangrijke uitgangspunten voor het beleggingsproces die goed onderbouwd kunnen worden, maar waarvan tevens duidelijk is dat ze niet volledig zeker zijn. Pensioenfondsen worden verplicht om deze beleggingsovertuigingen te expliciteren. Daarbij is het goed om in de gaten te houden dat pensioenfondsen en vermogensbeheerders of uitvoerders niet dezelfde agenda hebben als het om actief management gaat. Onderstaande tabel vat samen waar pensioenfondsen en vermogensbeheerders de nadruk op leggen als ze hun overtuigingen expliciteren.

	Vindt vermogens- beheerder belangrijker dan pensioenfond s	Vinden vermogens- beheerders en pensioenfond s even belangrijk	Vindt pensioenfond s belangrijker dan vermogens- beheerder
Beleggings- overtuiging	<ul style="list-style-type: none"> • Beleggingskansen • Inefficiënties • Kwaliteit van Team • Beleggingsproces • Actief Management 	<ul style="list-style-type: none"> • Risicomanagement • Rol van diversificatie 	<ul style="list-style-type: none"> • Duurzaamheid • Kosten • Langetermijn-risicopremies • Doelen

Tabel 2. Overeenkomsten en verschillen in overtuigingen van pensioenfondsen en vermogensbeheerders¹

Vermogensbeheerders hanteren beleggingsovertuigingen om tegenover klanten hun toegevoegde waarde te benadrukken en om betrouwbaar en effectief over te komen. Pensioenfondsbestuurders daarentegen gebruiken beleggingsovertuigingen als een goed instrument bij het nemen, monitoren en evalueren van beslissingen. Pensioenfondsen wegen de gevolgen van risicopremies op de financiële markten en leggen de nadruk op risicospreiding. Beide overtuigingen passen goed in een langetermijnvisie op vermogensbeheer. Pensioenfondsen zijn vooral gericht op de beslissingen met de grootste effecten. Sommige stellen zich ook de vraag of zij in staat zijn actieve keuzes in de markt te maken en zo extra rendement te maken, de zogenaamde market timing.

Het vergt weinig fantasie dat pensioenfondsbestuurders zonder deze achtergrondkennis het risico lopen dat zij zich bij hun beleggingskeuzes laten leiden door de overtuigingen van de vermogensbeheerder. Daardoor kunnen bestuurders (on)bedoeld keuzes in de beleggingsportefeuille maken, en de bijbehorende complexiteit van de actieve beleggingsstrategieën vergroten, die soms meer de doelstellingen van de vermogensbeheerder helpen dan die van de deelnemer.

Vermogensbeheerders hebben dus beleggingsovertuigingen om hun voorsprong op de concurrentie te onderstrepen, terwijl pensioenfondsen ze, als principaal, gebruiken als instrument bij de besluitvorming en om mogelijke informatieproblemen als gevolg van hun principaal-agentrelatie met vermogensbeheerders te ondervangen.

De oplossing is overigens eenvoudig voor pensioenfondsbestuurders. Expliciteer de uitgangspunten voor actief management. Definieer wat het fonds eronder verstaat, of en welke mogelijkheden het fonds heeft om hier een succes van te maken, en welke horizon en criteria hierbij horen. De verklaring van beleggingsbeginselen, die elk pensioenfonds moet opstellen, lenen zich hier uitstekend voor. Als een pensioenfondsbestuur niet op een A4'tje benoemt wat het belangrijk vindt, dan is het voor de vermogensbeheerder prijschieten met elk nieuw beleggingsvoorstel.

¹ Gebaseerd op Koedijk en Slager (2011).

4. Best practices

- Beschouw het actief-passief debat van een afstand: leuk voor de vermogensbeheerder om zich in te verliezen, maar niet voor de bestuurder. De vraag is: waar kunnen vermogensbeheerder en fonds elkaar vinden, en waar niet? Geef de actief-passief afwegingen een duidelijke plek in de verklaring van beleggingsbeginselen van het fonds.
- Schroom niet te werken met een goede definitie. Definieer wat het fonds onder actief en passief verstaat, en werk dat uit voor de verschillende keuzes in het beleggingsproces.
- Het actief-passief debat laat zien dat er leerpunten zijn voor elke nieuwe ontwikkeling bij een pensioenfonds. Bij elke strategie of nieuwe ontwikkeling speelt dezelfde vraag: hebben we een duidelijk (economisch) kader dat beargumenteert waarom deze strategie waarde toevoegt? Hebben we zicht op de marktdynamiek – gaat deze strategie niet aan haar eigen succes ten onder? En ten slotte, welke gedragskenmerken zitten het fonds in de weg om het volle potentieel te benutten?
- Laat je als bestuurder niet ‘framen’ door de keuzes. Het argument dat geld verloren wordt doordat je met passief management altijd geld verliest is onzin – dit is een benchmarkkeuze.
- Wees een goede opdrachtgever. Bij actieve beleggingskeuzes: beschouw ze als een langetermijnkeuze; wees eerlijk tegen elkaar over de horizon. Benoem ook van tevoren wanneer een actieve strategie kan tegenvallen, en hoe je hier als bestuur (niet) op moet reageren.
- Vraag aan de uitvoerder of fiduciair naar het ‘nul’-alternatief. Een actieve beleggingsstrategie betekent extra risicobudget voor het actieve risico. Hoe ziet het alternatief eruit als in de portefeuille dat extra risicobudget wordt ingevuld met passieve beleggingscategorieën in plaats van actieve beleggingsstrategieën? De portefeuille is dan nauwelijks veranderd, even beheersbaar en met lage kosten.

5. Meer lezen? Literatuur

Fischer Black (1993), 'Beta and Return', *The Journal of Portfolio Management*, 20, p. 8-18.

Jeff A. Busse, Amit Goyal & Sunil Wahal (2010). 'Performance and persistence in institutional investment management', *The Journal of Finance*, 65(2), p. 765-790.

Edwin J. Elton, Martin J. Gruber & Christopher R. Blake (2003). 'Incentive fees and mutual funds', *The Journal of Finance*, 58(2), p. 779-804.

Eugene F. Fama & Kenneth R. French (1992), 'The Cross-Section of Expected Stock Returns', *The Journal of Finance*, 47(2), p. 427-465.

Campbell R. Harvey, Yan Lui & Heqing Zhu (2014) '...And The Cross-Section of Expected Returns', *NBER, Working Paper 20592*, Cambridge (USA).

Daniel Kahneman & Amos Tversky (1991), 'Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model', *The Quarterly Journal of Economics*, 106(4), p. 1039-1061.

Kees Koedijk en Alfred Slager (2011). *Investment Beliefs. A Positive Approach to Institutional Investing*. London: Palgrave MacMillan.

Alfred Slager

Prof dr. Alfred Slager RBA is hoogleraar Pension Fund Management bij TIAS School for Business and Society, aan de Universiteit van Tilburg. Daarnaast is hij bestuurder bij Pensioenfondsen voor Huisartsen, en vice-voorzitter van de CFA Society VBA Netherlands. Hij werkte eerder bij Fortis Investments als vermogensbeheerder, was beleggingsstrateeg en beleidsadviseur bij PGGM en Chief Investment Officer bij Stork Pensioenfondsen. Zijn onderzoek richt zich op institutioneel vermogensbeheer, de inrichting en de governance van balans- en beleggingsprocessen van pensioenfondsen en institutionele beleggers.

4. IMPLEMENTATIE & UITVOERING

Jeroen Schreur

Drs. Jeroen Schreur is Belegger in Nederland bij APG Asset Management. Hij was daarvoor hoofd Beleggingen bij het bestuursbureau van Stichting Pensioenfonds ABP en sinds 2006, founding father en President van ABP Asset Management Asia in Hong Kong (later APG Asset Management Asia). Jeroen begon in 1995 bij het Philips Pensioenfonds als Kwantitatief Analist. Sinds 1999 werkt hij voor ABP, hij begon als Fondsmanager Europese Aandelen en verhuisde in 2003 naar New York om te werken als CFO/COO bij ABP Investment US, Inc. Jeroen heeft econometrie gestudeerd aan de Rijksuniversiteit Groningen.

4. IMPLEMENTATIE & UITVOERING



Hoe krijg je als bestuur comfort dat het mandaat volgens afspraak met de uitvoerder daadwerkelijk wordt uitgevoerd?

Fred Nieuwland

1. Uitgangspunten

- Een bestuur kan het gevraagde comfort verkrijgen door heel secuur alle wensen en eisen vast te leggen. Een bestuur moet hiermee beginnen vanaf het allereerste moment dat het gaat nadenken over de uitbesteding van het vermogensbeheer.
- Een bestuur kan de kans dat het gewenste comfort wordt bereikt verhogen door een gedegen selectieproces. Juist een gedegen voorbereiding en selectie zullen bijdragen aan het 'comfort level'. Op het moment dat de uitvoering loopt is het lastiger om bij te sturen.
- Hoe gedetailleerder men het mandaat heeft vormgegeven, des te makkelijker wordt het om de monitoringfunctie op een juiste wijze in te vullen. Het omgekeerde geldt ook: een mandaat dat niet gedetailleerd beschreven is kan leiden tot een onjuiste of onbedoelde uitvoering.
- De rapportage-eisen die een bestuur stelt dienen onderdeel te zijn van het mandaat dat aan de uitvoerder gegeven wordt.
- Zaken die niet in het mandaat zijn vastgelegd worden niet uitgevoerd.

2. Context

Het comfort waarnaar het bestuur in de titel van dit hoofdstuk op zoek is, zal al in een heel vroeg stadium gezocht moeten worden, eigenlijk al in het begin van het selectieproces voor een uitvoerder.

De zoektocht naar een geschikte uitvoerder is heel belangrijk en ingrijpend. De gekozen uitvoerder zal immers het door het bestuur vastgestelde beleid gaan uitvoeren en zal daarmee de uitkomsten positief of negatief beïnvloeden. Een mogelijke mismatch tussen het vastgestelde en uitgevoerde beleid zal de uitkomsten

beïnvloeden, los van de vraag of het vastgestelde beleid wel het juiste is. Het is daarom van groot belang dat een bestuur in deze zoektocht uiterst secuur te werk gaat.

Het bestuur kan de zoektocht natuurlijk alleen aangaan, maar zou zich ook kunnen laten bijstaan door een externe adviseur. Deze adviseur moet het pensioenfonds en de uitvoerders goed kennen, anders wordt het meer een zoektocht naar de juiste adviseur dan naar de juiste uitvoerder. Als het bestuur kan samenwerken met een 'trusted advisor' kan deze het bestuur veel werk uit handen nemen in het selectieproces, door een voorselectie te maken en het bestuur te begeleiden bij de processtappen zoals hieronder beschreven. Het bestuur zal altijd de eindverantwoordelijkheid (moeten) dragen.

Het bestuur moet het comfort voor een eventuele uitbesteding krijgen in de voorbereiding en in het selectieproces zelf. Een goede en grondige voorbereiding, die best tijd mag kosten, is van wezenlijk belang voor een goede uitvoering. Een gedegen selectieproces kan bijdragen aan het vinden van het gezochte comfort. Onderstaand een uitwerking van het minimale aantal te nemen processtappen.

2.1 Definieer de doelstellingen van de uitbesteding

Veelvoorkomende doelstellingen voor de uitbesteding van vermogensbeheertaken zijn:

- Het verbeteren van het nettorendement tegen een aanvaardbaar risico. Het pensioenfonds streeft naar een optimale verhouding tussen rendement, risico en vermogensbeheerkosten. Hierbij kan de relatieve focus op deze 'metrics' verschillen. Een grote uitvoerder kan hierbij de nodige schaalvoordelen bieden.
- De verbetering van het governanceproces. De uitvoerder kan het bestuur veel tijdrovende taken en processen uit handen nemen, waardoor het bestuur zich kan richten op het besturen van de organisatie.
- Tijd- en kostenbesparing. De uitvoerder kan de taken van een eventueel bestaande interne staf overnemen of aanvullen. Hij kan ook betere voorwaarden onderhandelen bij vermogensbeheerders en de diensten van een aantal externe dienstverleners overbodig maken.
- Uitbreiding van capaciteit. De uitvoerder kan de nodige kennis, ervaring en menskracht meebrengen die een pensioenfonds intern wellicht niet in voldoende mate heeft om complexe beleggingsportefeuilles met complexe vermogenscategorieën en -structuren te beheersen. Pensioenfondsbesturen

moeten aan hogere eisen voldoen met betrekking tot kennis, ervaring en beheersing (control), zoals gedocumenteerd door DNB. De aanstelling van een goede externe uitvoerder kan helpen om aan deze eisen te voldoen, mits deze ook een educatieve rol richting het pensioenfondsbestuur vervult en daarmee de ‘countervailing power’ bij het bestuur helpt te vergroten.

- De verbetering van het risicomanagement, waarbij alle beleggingsrisico’s en operationele risico’s beheerst moeten worden. Dit wordt steeds belangrijker, omdat de eisen die toezichthouders stellen aan de kwaliteit van het risicomanagement fors zijn toegenomen na een aantal financiële crises. Vrijwel geen financiële instelling is er zonder kleerscheuren vanaf gekomen.

Als het bestuur weet welke doelstelling of combinatie van doelstellingen het wil behalen, kan worden overgegaan naar de volgende processtap.

2.2 Welke selectiecriteria worden gehanteerd?

Het belangrijkste selectie criterium voor een externe uitvoerder is het begrip dat de beoogde uitvoerder heeft voor de missie, de doelstellingen, de ambities, de werkwijze en het ‘Umfeld’ van zijn klanten. Een bestuur moet onderzoeken welke uitvoerder het best aantoont begrip te hebben voor de behoeften van het bestuur. Dit klinkt triviaal, maar is van wezenlijk belang. De uitvoerder kan alleen zorgdragen voor een goede en gewenste uitvoering, wanneer deze weet wat de strategische doelen zijn die een bestuur wil behalen en op welke manier het deze wil behalen. Een van de hulpmiddelen die een bestuur kan gebruiken is om, nog in het selectieproces, de beoogde uitvoerder te vragen een beleidsplan te formuleren waarmee hij de gespecificeerde doelstellingen denkt te realiseren. Hoe gedetailleerder het bestuur de doelstellingen geformuleerd heeft, des te meer informatie, en eventueel comfort het uit deze exercitie kan halen.

Het bestuur moet daarnaast zeker stellen dat de uitvoerder de nodige kennis, ervaring en capaciteit heeft om de beleggingsdoelstellingen van het bestuur te kunnen realiseren. Dat betekent dat de uitvoerder alle facetten van het vermogensbeheer in alle vermogenscategorieën zou moeten kunnen uitvoeren. Een goed trackrecord is van wezenlijk belang. Het bestuur kan ook hier weer de kwaliteit van de beoogde uitvoerder toetsen door intensief door te vragen over onderwerpen als:

- Het vaststellen van het beleggingsbeleid en de strategische assetallocatie
- Structurering van de verschillende vermogenscategorieën
- Selectie van vermogensbeheerders en het bijbehorende due diligenceproces
- Risicomanagement, -vaststelling en gebruik van een risicobudget
- Alternatieve vermogenscategorieën

- Beschikbaarheid van in-house management voor eventuele passieve mandaten
- Extern netwerk (onder andere vermogensbeheerders, accountants, actuarissen, bewaarbanken, juristen)
- Bereidheid tot het geven van trainingen aan bestuur en beleggingscommissie
- Algemene klantgerichtheid

Flexibiliteit is eveneens een belangrijk criterium. De voor een bestuur meest geschikte uitvoerder kan zijn eigen proces zodanig vormgeven dat maatwerk geleverd kan worden in plaats van confectie. Het is goed als een uitvoerder de bestaande assetallocatie met de bestaande managers en structuren en de bestaande custodian(s) kan overnemen zonder (al te veel) wijzigingen. Dat is uiteraard beter dan wanneer de uitvoering uitsluitend mogelijk is op het platform van de uitvoerder, met de beleggingsfondsen of -vehikels van de uitvoerder, en de werkwijze van de uitvoerder. Het is dan de klant die veel aanpassingen zal moeten doen, wat ten koste zal gaan van het vertrouwen in en het comfort over deze uitvoerder.

Wederkerigheid¹ is zeer belangrijk. Een zakelijke relatie die beide partijen tot voordeel strekt is een duurzame relatie. Ga dus als bestuur op zoek naar deze wederkerigheid. Dit betekent niet per definitie dat het bestuur de goedkoopste uitvoerder moet selecteren, al speelt het kostenniveau uiteraard een rol in de invulling van het begrip wederkerigheid. Andere aspecten die invulling kunnen geven aan de wederkerigheid zijn het nastreven van dezelfde doelen, de zogenaamde 'alignment of interest'. Dit kan bereikt worden door een deel van de beloning van de uitvoerder te laten afhangen van de daadwerkelijk behaalde resultaten. Het bestuur en de uitvoerder moeten dan duidelijke afspraken maken hoe deze resultaatafhankelijke beloning vastgesteld en betaald zal worden. Het vermijden van belangenverstrengelingen of belangenconflicten is een groot goed. Een uitvoerder zou zoveel mogelijk fondsen van zijn eigen platform moeten vermijden, tenzij dit zorgt voor een efficiënte en goedkope uitvoeringsvorm. Daarnaast zal een uitvoerder andere vergoedingsvormen zoveel mogelijk dienen te vermijden om zelfs maar de schijn van een conflict tegen te gaan. Helemaal conflictvrij zal geen enkele uitvoerder zijn. Klanten kunnen echter wel eisen dat een uitvoerder zeer transparant is over zijn kosten en vergoedingenstructuur en ook naar zijn klanten transparant over elk (vermeend) conflict. Een relatie die gebaseerd is op efficiëntie, gedeelde belangen en transparantie zal meer wederkerig zijn en duurzamer en daardoor meer comfort bieden, dan een zakelijke relatie die niet transparant is.

1 Ik gebruik hier de Nederlandse vertaling van het MARS-principe 'mutuality'.

2.3 Welke zaken willen we uitbesteden en welke niet?

Welke zaken wil men aan de uitvoerder overlaten? Dit zullen voornamelijk tijdrovende en lastige zaken zijn die het bestuur van het fonds afleiden van zijn hoofdtak rondom het vermogensbeheer, namelijk de vaststelling van en het toezicht op het strategische beleggingsbeleid. Te denken valt aan:

- De aanstelling, monitoring, en het ontslaan van vermogensbeheerders
- De verantwoordelijkheid voor de tactische en/of dynamische assetallocatie
- De verantwoordelijkheid voor het overlay management
- De vaststelling en documentatie van de beleggingsrichtlijnen
- De levering van de benodigde vermogensbeheerstaff
- Contractonderhandelingen met bewaarbanken, actuariële en juridische adviseurs en vermogensbeheerder
- Het beheersen van relaties met alle externe dienstverleners
- Het gebruik van analytische en accounting software voor effectief portefeuillebeheer
- De zorg voor alle compliance- en rapportage-eisen
- Het onderhouden van contacten met vermogensbeheerders en andere dienstverleners
- Het intensief monitoren van de ontwikkelingen op de kapitaalmarkten

Het bestuur zal in het selectieproces dienen te toetsen of een beoogde uitvoerder de uit te besteden taken en verantwoordelijkheden kan uitvoeren. Als men wil weten of en hoe een uitvoerder invulling geeft aan zijn compliance taken, kan daarnaar gevraagd worden. Vraag om geanonimiseerde rapportages van andere klanten. Vraag om inzage in het compliance proces. Welk systeem wordt gebruikt om compliance-eisen te waarborgen? Dit geldt in wezen voor alle hierboven voorgestelde verantwoordelijkheden. Vraag hoe de uitvoerder ze denkt uit te voeren en laat hem het bewijs hiervan tonen. Men kan kandidaat-uitvoerders vragen om een aantal door het bestuur geformuleerde case studies uit te voeren en deze met het bestuur te bespreken. Geef de uitvoerders een aantal concrete vraagstukken waar u als bestuur een oplossing voor wilt hebben. Kijk hoe de beoogde uitvoerders hiermee aan de gang gaan en op welke wijze zij hierover terugkoppelen. Dit zal het bestuur een goede indicatie geven over de werkwijze van de beoogde uitvoerders. Het bestuur kan dan bepalen welke werkwijze het beste past.

Welke autorisaties zal de uitvoerder krijgen en welke niet? Welke beslissingsbevoegdheden wil het bestuur zelf behouden en welke kunnen efficiënt en effectief worden uitbesteed? Het is immers de bedoeling dat de aanstelling van een externe uitvoerder tijdswinst oplevert voor het bestuur zodat het zich kan concentreren op de strategische en governancetaken. Voor wat betreft het vermogensbeheer of het balansmanagement is dat het vaststellen van een strategisch beleggingsbeleid dat in

overeenstemming is met de missie van de organisatie en haar risicobereidheid. Het bestuur zal zelf moeten bepalen hoever men met uitbesteding/delegatie wil gaan; overigens is het altijd mogelijk om gedelegeerde verantwoordelijkheden weer terug te brengen naar het bestuursniveau. Men kan specifiek richtlijnen meegeven aan de uitvoerder over de gewenste wijze van uitvoering. Het bestuur kan aangeven en vastleggen waarin men wel of niet wenst te beleggen, wat maximale allocaties naar bepaalde beleggingscategorieën mogen zijn, wat de inbreng en verantwoordelijkheid van een eigen beleggingscommissie dient te zijn, welke uitsluitingscriteria men wil hanteren et cetera. Wanneer het bestuur wil werken met een eigen beleggingscommissie zal het bestuur ook moeten vastleggen wat de taken en bevoegdheden zijn van de beleggingscommissie en in welke verhouding de beleggingscommissie tot de uitvoerder komt te staan. Deze beleggingscommissie kan het bestuur ondersteunen in de zoektocht naar een geschikte uitvoerder en zelfs een verdeling van taken en bevoegdheden voorstellen, maar het bestuur zal uiteindelijk bepalen welke taken en bevoegdheden aan de uitvoerder overgedragen zullen worden en welke taken en bevoegdheden er (eventueel) bij de beleggingscommissie zullen komen te liggen.

De dialoog met de beoogde uitvoerders. In deze fase van het selectieproces spreekt men met mogelijke uitvoerders over de doelstellingen van het mandaat, de mate van delegatie, en de mee te geven richtlijnen. Zo kan men al een goed beeld krijgen of de uitvoerder in staat is om zijn werkwijze aan te passen aan de wensen van de klant. Het door het bestuur af te geven mandaat zal uitgevoerd worden door mensen. Het is daarom zaak dat het bestuur zich comfortabel voelt bij deze mensen. Vragen die opkomen: Spreken we dezelfde taal? Hebben we het gevoel dat de mensen die voor deze uitvoerder werken mij begrijpen? Komen ze hun beloftes en afspraken na? Luistert men naar wat we zeggen? Wat komen we te weten van referenties? Kortom, hoe communiceert de uitvoerder?

Het is vanaf het eerste moment belangrijk dat het bestuur intelligente beoordelingscriteria definieert, waarbij men heel duidelijk en gedetailleerd aangeeft op welke punten de uitvoerder beoordeeld zal worden.² Dit is een zeer wezenlijk punt, dat in de paragraaf 'debatten' behandeld zal worden. Duidelijke communicatie met de uitvoerder over de beoordelingscriteria en opname van deze criteria in de Service Level Agreement (SLA) verhogen de transparantie en het comfort. Het spreekt voor zich dat de beoordelingscriteria zullen aansluiten op de doelstellingen die het bestuur in een eerder stadium geformuleerd heeft.

2 Aangezien er veel verschillende uitvoeringsvormen zijn, is een objectieve vergelijking tussen uitvoerders niet gemakkelijk. Men gaat al snel appels met peren vergelijken, besturen moeten hierop bedacht zijn.

Het bestuur zal het aantal informatiestromen drastisch zien verminderen met de aanstelling van een uitvoerder en deze vervangen zien worden door één grote informatiestroom van de uitvoerder. Het is de verantwoordelijkheid van de uitvoerder om in de informatiebehoefte van het pensioenfonds te voorzien. Daarnaast dient het fonds echter aan te geven welke informatie het met welke frequentie wenst te ontvangen om governance en beheerstaken naar behoren te kunnen uitoefenen. Ook hier geldt dat maatwerk beter is dan confectie, en dat een goede uitvoerder relatief eenvoudig tegemoet kan komen aan de specifieke wensen van het bestuur.

Het comfort dat uit de antwoorden op deze vragen kan komen vormt een goede indicatie van het comfortniveau dat bereikt kan worden als de uitvoerder daadwerkelijk aan de slag gaat.

2.4 Hoe stel je een Service Level Agreement op?

De volgende fase betreft de vormgeving van de SLA. In feite zullen daarin naast een aantal algemene bepalingen alle bovengenoemde punten opgenomen moeten worden. Daarnaast kan men wanneer de uitvoerder gekozen is als bestuur nog heel veel doen om het comfortniveau te verhogen, door het mandaat dat afgegeven gaat worden zo gedetailleerd mogelijk te beschrijven. Het bestuur dient heel precies in de SLA aan te geven waar welke beslissingen genomen zullen worden. Welke beleggingsbeslissingen vallen onder het mandaat van het bestuur? Vaak zijn dat de strategische beleidsbeslissingen zoals:

- De vaststelling van het langetermijnbeleggingsbeleid of de strategische assetallocatie
- De toegestane vermogenscategorieën
- De strategische risicoallocatie
- De strategische afdekking van rente, inflatie en valutarisico's
- De dekkingsgraad of andere triggers in een 'flight path' beleid

Welke beslissingsbevoegdheid heeft een eventuele beleggingscommissie, ook in combinatie met de uitvoerder of op basis van advies van de uitvoerder? Vaak zal een beleggingscommissie en/of uitvoerder besluiten nemen over:

- De tactische assetallocatie en risicoallocatie
- De tactische afdekking van rente, inflatie en valutarisico's
- Actief of passief beheer
- De individuele vermogensbeheerders
- De beleggingsrichtlijnen en benchmarks per mandaat
- Het actieve risicobudget

Een bestuur zal zelf moeten aangeven waar de grenzen aan delegatie en verantwoordelijkheid liggen en zal deze grenzen heel duidelijk in de SLA moeten documenteren. Indien taken en verantwoordelijkheden niet duidelijk beschreven en afgebakend worden, kan het voorkomen dat zaken dubbel gedaan worden of helemaal niet. Het kan helpen om een onafhankelijke adviseur in de arm te nemen die het bestuur adviseert over de vormgeving van het mandaat. Bij elke rol en bij elke taak die men een uitvoerder geeft zal het bestuur de volgende vragen moeten beantwoorden:

- Hoe omschrijf ik de taak/verantwoordelijkheid die ik de uitvoerder geef zo gedetailleerd mogelijk?
- Welk doel, kwantitatief en/of kwalitatief wil ik hiermee bereiken?
- Wat is de termijn waarop ik dit doel wil bereiken?
- Welke criteria zet ik in om het succes te meten?
- Kan ik de uitvoerder voor de uitvoering van deze specifieke taak een benchmark of KPI meegeven?
- Is het mogelijk om het behaalde resultaat te verifiëren?
 - Wie gaat dat doen?
 - Hoe kan verificatie plaatsvinden?

Van groot belang is de koppeling tussen de strategische doelen die een bestuur nastreeft, de verantwoordelijkheden voor de uitvoerder die daarbij horen, en de parameters of metrics die een bestuur wil gaan hanteren om de kwaliteit van de uitvoering te beoordelen. Deze drie zaken dienen één consistent geheel te vormen. Hoe gedetailleerder men zaken vastlegt, des te gemakkelijker wordt het om te monitoren op hoofdzaken. De rapportage over detailafspraken zou dan op uitzonderingsbasis kunnen plaatsvinden.

3. Debatten

De vergelijking van de trackrecords van de verschillende uitvoerders is zeer lastig, omdat er nog geen objectieve criteria zijn vastgesteld om de resultaten van uitvoerders met elkaar te vergelijken. Een goede uitvoerder geeft inzage over zijn performance met betrekking tot veel verschillende mandaten voor veel verschillende klanten.

Of uitvoering van vermogensbeheer en risicomanagement bij één en dezelfde uitvoerder ondergebracht moeten worden is een vraag die leidt tot veel controverse. Er zijn veel aanhangers van de stelling dat het gevaarlijk is om de vermogensbeheerder ook de waker over het risicobudget te laten zijn. Dit kan

namelijk leiden tot een problematisch belangenconflict. Er zijn echter ook aanhangers van de stelling dat rendement en risico twee zijden van dezelfde medaille zijn en dat deze het beste in één hand beheerd kunnen worden. Dit laatste is alleen mogelijk als men de uitvoerder absoluut vertrouwt.

4. Best practices

- Het verdient aanbeveling dat een bestuur zich in het selectieproces voor een uitvoerder (en daarna) laat bijstaan door een externe adviseur. Laat het dan wel een 'trusted advisor' zijn, anders ontaardt het selectieproces voor een uitvoerder in een selectieproces voor een adviseur, die het oorspronkelijke proces zou moeten begeleiden.
- Denk goed na over de doelstellingen die u nastreeft, en koppel de beoordelingscriteria direct aan de vastgestelde doelen.
- Kies een uitvoerder die past bij uw eigen organisatie qua cultuur, stijl en werkwijze. Kies een uitvoerder die uw doelstellingen begrijpt, kan helpen uitvoeren en transparant is over de wijze van uitvoering.
- Wees zeer gedetailleerd in de beschrijving van het mandaat dat de uitvoerder krijgt. Geef precies aan waar de taken en verantwoordelijkheden liggen, wat mag en wat niet mag. Hier geldt dat hoe gedetailleerder het mandaat vastligt hoe makkelijker de monitoring wordt. Juist het vastleggen van het detail zorgt ervoor dat u zich kunt concentreren op de rapportage over de hoofddoelstellingen die u nastreeft. Dit is niet automatisch ingebed in de Nederlandse bedrijfscultuur waar de principes 'redelijkheid' en 'billijkheid' dominant zijn. In de Angelsaksische bedrijfscultuur draait het veel meer om regels dan principes, zaken zijn vastgelegd of ze zijn niet vastgelegd, zoals te lezen is in het rapport 'Kijken in de spiegel' van de Werkgroep Integriteit Pensioenfondsen. Het moge duidelijk zijn dat ik kies voor de expliciete vastlegging van zaken die mogen en die niet mogen. Dat voorkomt (potentieel) veel narigheid, hoewel het wellicht indruist tegen de Nederlandse manier van werken.
- Zorg voor wederkerigheid in de relatie met uw uitvoerder. Dan bestaat de kans dat de uitvoerder ook verder wil gaan dan de zaken die gespecificeerd zijn in het mandaat. Anders bestaat het gevaar dat datgene wat niet vastligt niet uitgevoerd wordt.

5. Meer lezen? Literatuur

De Nederlandsche Bank (2016), 'Verwacht niveau beleggingskennis bestuurders. Guidance normenkader beleggingskennis'. Raadpleegbaar op www.dnb.nl

KPMG Investment Advisory (2016 en 2017), 'KPMG UK Fiduciary Management Market Survey', raadpleegbaar op www.home.kpmg.com.

Aon Hewitt (2017), 'Fiduciary Management Survey', raadpleegbaar op www.aon.com.

Transparency International Nederland, Werkgroep Integriteit Pensioenfondsen (2013), 'Kijken in de spiegel', onder andere raadpleegbaar op www.transparency.nl.

Fred Nieuwland

Dr. Fred Nieuwland is sinds 1 februari 2015 Chief Investment Officer voor MARS Incorporated, en verantwoordelijk voor het vermogensbeheer van de wereldwijde MARS pensioenfondsen. Daarvoor was hij sinds 2006 al als EMEA Investment Manager werkzaam voor MARS Nederland B.V. Fred heeft veel ervaring in het beleggen voor en adviseren van pensioenfondsen. Voorheen was hij onder meer Practice Leader Investment Consulting voor Towers Perrin in Amsterdam. Ook heeft hij als fund manager voor Noord-Amerikaanse aandelen gewerkt bij het toenmalige ABP Vermogensbeheer. Hij is zijn loopbaan gestart als research manager bij PanAgora Asset Management in Boston en Londen. Fred heeft econometrie gestudeerd aan de Universiteit van Tilburg en is gepromoveerd aan de Universiteit van Maastricht.

4. IMPLEMENTATIE & UITVOERING



Welke criteria hanteer ik als bestuurder voor de evaluatie van de uitvoerder en/of externe manager en op basis waarvan besluit ik afscheid te nemen?

Bastiaan de Kreij

1. Uitgangspunten voor evaluatie van de beheerder

Een pensioenfonds dient grip te hebben op de door haar aangestelde beheerder(s). Hiervoor dient deze continu te worden gemonitord en periodiek te worden geëvalueerd. In tegenstelling tot het selectieproces verloopt dit evaluatieproces in de praktijk veelal minder gestructureerd. Een belangrijk middel om de grip te vergroten is het opstellen van een evaluatiebeleid, waarin onder andere de criteria, actoren en het proces worden beschreven. Dit beleid draagt eraan bij dat iedereen dezelfde taal spreekt, naar dezelfde relevante criteria kijkt en dat de taken en verantwoordelijkheden duidelijk zijn vastgelegd.

Voorkom een te eenzijdige focus in de evaluatie op de performance van beheerders. De performance is niet stabiel door de tijd en wordt, zeker op de kortere termijn, deels beïnvloed door geluk. Beoordeel de performance daarom vanuit verschillende invalshoeken om een zo volledig mogelijk beeld te krijgen en leg deze vast. Focus in de evaluatie op de determinanten van de performance: de organisatie, het team en het proces van de beheerder.

Het besluitvormingsproces omtrent de selectie en evaluatie van beheerders is complex, met weinig houvast aan betrouwbare data. Hierdoor spelen gedragskenmerken, zoals de neiging tot oversimplificatie en zelfbedrog en de invloed van emoties en sociale factoren, een belangrijke rol. Erken het bestaan hiervan en ga er bewust mee om.

2. Context

Een groot deel van het beheer van het vermogen van pensioenfondsen is uitbesteed aan externe beheerders. Soms is het gehele vermogen uitbesteed aan een fiduciair beheerder of een uitvoerder die het op zijn beurt weer (deels) uitbesteedt aan gespecialiseerde vermogensbeheerders.¹ Toch verwacht de toezichthouder dat het pensioenfonds 'in

¹ In dit hoofdstuk wordt vooral de term beheerder gebruikt. Deze wordt in deze context gelijkgesteld met de uitvoerder, fiduciair beheerder of de externe vermogensbeheerders.

control' is van alle facetten van het beleggingsproces. Mede omdat de hooggespannen verwachtingen na de selectie van de beheerder niet altijd kunnen worden waargemaakt, kunnen ontwikkelingen leiden tot twijfel of de aangestelde beheerder deze nog kan waarmaken. Het pensioenfonds dient de beheerder te evalueren, om een besluit te kunnen nemen om hem aan te houden of te vervangen.

De behaalde performance speelt vaak een te grote rol in de evaluatie. Als de beheerders die in het verleden goed hebben gepresteerd ook in de toekomst goed blijven presteren, en vice versa, dan pleit dit voor een groot belang van de behaalde performance in de evaluatie. Er is echter al meerdere decennia onderzoek gedaan naar de persistentie van de performance van actieve beheerders. De conclusies hiervan zijn niet zeer overtuigend.² Een evaluatiehorizon van een paar jaar is vaak niet voldoende om statistisch betrouwbare uitspraken te kunnen doen over de performance. Naarmate de evaluatiehorizon korter wordt, is de invloed van geluk in de performance groter dan de invloed van kunde van de beheerder.

Het ontslaan en aanstellen van beheerders op basis van performance alleen leidt tot een hoger dan strikt noodzakelijke omzet in de portefeuille en daarmee ook tot hogere kosten. Daarnaast kan hierdoor niet worden geprofiteerd van 'mean reversion': na de slechte performance volgt een periode van goede performance (uitgaande van een beheerder die een goede kwaliteit heeft). Onderzoek bevestigt dat de beheerders die worden ontslagen het na ontslag niet minder goed doen dan de beheerders die nieuw worden aangesteld.³ Het voorkomen dat de goede beheerder met toevallig een slechte performance wordt ontslagen is dan ook een belangrijk doel van het evaluatieproces.

3. Debatten

3.1 Wat zijn de juiste criteria om op te focussen in de evaluatie?

Een goede evaluatiesystematiek bestaat uit duidelijke evaluatiecriteria die aansluiten op de aan de beheerder toegewezen opdracht. De meest gangbare criteria die worden gebruikt zijn Organisatie, Team, Proces en Performance. Een beheerder wordt niet altijd geselecteerd om performance te behalen binnen een mandaat met ruim opgestelde richtlijnen, maar om bijvoorbeeld in een zeer nauw mandaat specifieke opdrachten uit te voeren, bijvoorbeeld het uitvoeren van de rente-afdekking. Het kan ook zijn dat

2 Voor een overzicht van de onderzoeken naar persistentie zie bijvoorbeeld *Performance Evaluation and Attribution of Security Portfolios* van Fischer en Wermers, hoofdstuk 9.5.1.

3 A. Goyal en S. Wahal, 'The Selection and Termination of Investment Management Firms by Plan Sponsors' en Bradford Cornell, Jason Hsu en David Nanigian, 'Does Past Performance Matter in Investment Manager Selection?'

de opdracht vooral de focus legt op het uitvoeren van een goed duurzaamheidsbeleid. In de evaluatie dient dan meer aandacht te worden gegeven aan de toetsingsaspecten hiervan.

Het team van de beheerder is veelal de bepalende factor in het uitvoeren van de gevraagde opdracht. De teamleden maken namelijk de fundamentele of technische analyses om de meest aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden te bepalen. Een goed proces helpt hierbij, maar is op zichzelf niet voldoende. Het proces kan nog zo goed zijn, maar als de (menselijke) input niet goed is, dan is de uitkomst ook niet goed ('garbage in, garbage out'). Wel helpt een goed proces om risico's te verminderen en draagt het bij aan de herhaalbaarheid van de uitkomsten. Daarnaast is het belangrijk dat het team kan opereren in een stabiele en kwalitatief hoogwaardige omgeving, om te borgen dat bijvoorbeeld wet- en regelgeving wordt nageleefd en de juiste rapportages worden opgeleverd. Hiervoor dient de organisatie als geheel te worden beoordeeld.

Andere individuele criteria kunnen hieraan worden toegevoegd zoals een evaluatie van Filosofie, Duurzaamheid, Kosten, Dienstverlening, et cetera. Per hoofdcriterium kan ervoor worden gekozen een verdere detaillering aan te brengen om meer inzicht te verschaffen. Zo kan bijvoorbeeld binnen het criterium Team worden gekeken naar de grootte van het team, de ervaring, de stabiliteit, de motivatie en dergelijke. Binnen het criterium Proces kunnen bijvoorbeeld de verschillende processtappen worden beoordeeld.

3.2 Wat zijn aandachtspunten voor de evaluatie van de performance?

Ook al is algemeen bekend dat performancedata op de korte termijn meer ruis dan informatie bevatten, voor velen blijft dit het belangrijkste criterium in de evaluatie. Performanceanalyses zijn veelal pas statistisch significant na vele jaren aan data. Er kan dus weinig met zekerheid worden gesteld, hoe onbevredigend dit wellicht ook is. Indien de performance vanuit meerdere invalshoeken wordt bekeken en duidelijk is waardoor die tot stand is gekomen, kunnen betere conclusies worden getrokken. Onderstaande aanbevelingen dragen hieraan bij.

- Beoordeel de performance na alle kosten. Het gaat niet alleen om de beheervergoedingen inclusief performancegerelateerde beloningen, maar ook de administratiekosten, belastingen, kosten voor het afdekken van valuta en dergelijke. Denk ook aan de opbrengsten van securities lending, wanneer u dit toestaat.
- Selecteer de juiste benchmark. De benchmark moet goed passen bij de te beoordelen beheerder of categorie. Let ook goed op hoe in de vaststelling of berekening van de benchmark wordt omgegaan met dividenden en het wel of niet meenemen van een valuta-afdekking.
- Bekijk de performance in het licht van andere vergelijkbare beheerders ('de peergroep'). In bepaalde marktomstandigheden is het namelijk makkelijker om

outperformance te behalen (en vice versa).

- Voer een stijlanalyse uit. Hierbij worden de behaalde rendementen gecorrigeerd voor de blootstelling naar bepaalde factoren, zoals waarde versus groeiaandelen, kleine versus grote bedrijven. Per beleggingscategorie verschillen deze stijlfactoren. Omdat de performance van stijlfactoren niet stabiel is door de tijd, wordt hiermee voorkomen dat het oordeel over de performance negatief is, alleen omdat de stijl niet heeft gewerkt. Zeker in het geval van een beleggingscategorie die wordt ingevuld met meerdere beheerders die verschillende stijlen volgen is dit belangrijk.
- Kijk ook naar de gelopen risico's. Het is belangrijk hierbij de juiste risicomaatstaf te hanteren. Als een manager een traditionele actieve strategie volgt die gericht is op outperformance versus een benchmark dan kan gekeken worden naar een relatieve risicomaatstaf, zoals de tracking error. Als de strategie meer is gericht op het verlagen van het risico in de portefeuille dan is het belangrijk om naar de bijdrage aan absolute risicoreductie in volatiliteit te kijken.
- Beoordeel de performance over de juiste termijn. Bij een passieve strategie kan een periode van één jaar al inzicht geven. Bij een actieve of minder liquide strategie is dit een te korte periode. Bij minder liquide strategieën is een evaluatie van gerealiseerde resultaten veel waardevoller dan de evaluatie van niet gerealiseerde (veelal model gedreven) resultaten.
- Gebruik verschillende maatstaven voor categorieën die moeilijker zijn te beoordelen. Zo wordt bij private equity en infrastructuur vaak alleen naar de 'internal rate of return' gekeken, een maatstaf die makkelijk kan worden gemanipuleerd.
- Voer een performanceattributie uit op de portefeuille van de beheerder om de oorzaak van de performance te duiden. Is het één bepaalde belegging die de performance bepaalt of een opeenstapeling van verkeerde beleggingen met elk een kleine impact? Zijn de bepalende factoren in lijn met de verwachte factoren bij aanstelling? Haalt de beheerder veel van zijn performance uit meer riskante beleggingen buiten de benchmark? Als een andere beheerder deze ruimte niet heeft gekregen, probeer dan dit effect te isoleren en de beheerders op gelijkwaardige wijze te beoordelen. Bij deelname in fondsen voor gemene rekening kan het moeilijker zijn dergelijke analyses uit te voeren.

Het is belangrijk dat bovenstaande aandachtspunten in de rapportages worden opgenomen. Neem dus per categorie en/of beheerder de belangrijkste benchmark(s) op, de verwachtingen (inclusief de termijnen), de risico's en de juiste performance maatstaven. Op basis van deze rapportages kan dan het gesprek met de beheerder

worden aangegaan en kunnen de verschillen in performance tussen beheerders beter worden geduid. Vastgesteld dient te worden of de oorzaken van de performance stroken met het gevoerde beleid. Wat is de uitleg van de beheerder over de fouten? Heeft hij er iets van geleerd? Hebben veranderingen in het proces plaatsgevonden? De antwoorden op deze vragen helpen om te begrijpen wat er aan de hand is bij de beheerder. Dit vergroot de grip van het pensioenfonds.

3.3 Wat zijn goede redenen om een beheerder te ontslaan?

Het ontslaan van een beheerder brengt veel kosten met zich mee. Dit zijn directe kosten zoals transactiekosten en kosten voor een nieuwe selectie en indirecte kosten zoals tijd die niet aan een ander onderwerp kan worden besteed. Een dergelijk besluit dient dus alleen te worden genomen indien er voldoende overtuiging is. Als de beheerder voldoende scoort op alle criteria is het devies dan ook om de relatie met de beheerder te continueren. Wat zijn dan wel goede redenen om een beheerder te ontslaan?

- Als er bij de beheerder een verandering heeft plaatsgevonden waardoor de initiële redenen voor de aanstelling niet meer gelden. Bijvoorbeeld wanneer een groot deel van het team is opgestapt, de kleine gespecialiseerde beheerder een grote beheerder is geworden of de beleggingsaanpak sterk is veranderd zonder overtuigende motivatie.
- Als zorgen bestaan over het gedrag, de transparantie, het naleven van richtlijnen of overige regelgeving en de beheerder geen actie onderneemt om deze weg te nemen.
- Als de performance zo slecht is dat gevreesd moet worden voor het voortbestaan van de beheerder. Ook als de kwaliteit van de beheerder goed is, bestaat het risico dat door externe factoren het voortbestaan van de beheerder in gevaar komt, bijvoorbeeld klanten die kapitaal onttrekken. Het is dan beter vroegtijdig te handelen.⁴

De besluitvorming wordt moeilijker als de beheerder transparant is, zich aan de in het mandaat gestelde afspraken houdt, het team stabiel is, maar toch een teleurstellende performance behaalt. Wat moet dan worden besloten? Indien dit het geval is dient nog eens goed naar de beheerder te worden gekeken. Zoals gezegd zou performance niet het enige criterium moeten zijn. Is de kwaliteit van de beheerder nog steeds hetzelfde, is het team hetzelfde, zijn de processen veranderd? Wat is de oorzaak van de tegenvallende performance? Als de antwoorden hierop geen directe aanleiding geven tot ontslag over te gaan, dan is het beter hiermee te wachten.

⁴ Academisch onderzoek bevestigt dat hoewel persistentie van goede performance niet altijd aan te tonen is, persistentie van slechte performance wel lijkt te bestaan, bijvoorbeeld van de slechtste 10% beheerders. Zie bijvoorbeeld M. Carhart, 'On Persistence in Mutual Fund Performance', p. 57.

3.4 Hoe wordt een rationeel besluitvormingsproces geborgd?

In de academische literatuur wordt al meerdere decennia aandacht besteed aan 'behavioral finance', de studie van de invloed van psychologie op het gedrag van financiële actoren. Omdat het besluitvormingsproces van de selectie en evaluatie van beheerders complex is, spelen gedragskenmerken, zoals de neiging tot oversimplificatie en zelfbedrog en de invloed van emoties en sociale factoren, een belangrijke rol.

Het gaat te ver om in dit hoofdstuk een uitvoerige opsomming te geven van alle gedragskenmerken, maar de volgende spelen een belangrijke rol in het besluitvormingsproces:

- Overmoed: mensen overschatten veelal hun kans op succes en de kwaliteit van hun oordeel.
- Oversimplificatie: mensen proberen complexe zaken makkelijk te maken, door simpele regels te verzinnen en verbanden te zien tussen zaken waar die niet bestaan.
- Framing: de manier waarop data worden gepresenteerd heeft invloed op de conclusies die men trekt.
- Spijt: mensen willen het gevoel van spijt minimaliseren.

Wegens het hardnekkige karakter van deze gedragskenmerken, is het niet eenvoudig zich hiertegen te wapenen. Het onderkennen van de aanwezigheid van deze neigingen is een eerste stap om het effect te mitigeren. Bedenk dat beslissingen niet makkelijk zijn, maak zelf de rapportages en zorg voor een terugkoppeling met betrekking tot gemaakte beslissingen. Hou bijvoorbeeld bij hoe de ontslagen beheerder het heeft gedaan in vergelijking met de nieuwe beheerder.

4. Best practices

DNB verwacht dat een pensioenfonds een evaluatiebeleid vaststelt.⁵ Gezien de raakvlakken met het selectieproces is het aan te bevelen het gehele beleid van selectie tot ontslag in één beleidsdocument vast te leggen. Dit beleid dient in ieder geval uit de volgende elementen te bestaan: een doelstelling, een evaluatiesystematiek en een procesbeschrijving.

4.1 Doelstelling van de evaluatie

Een belangrijk onderdeel van het ontwikkelen van een goed beleid is het beschrijven van de doelstelling en de reikwijdte. Het is hierbij belangrijk om het beleid te beschrijven vanuit het perspectief van het pensioenfonds en dus niet vanuit de uitvoerder. Per portefeuilleonderdeel kan een andere governancestructuur zijn gekozen, waardoor de reikwijdte van de evaluatie kan verschillen. De evaluatie kan bijvoorbeeld op het niveau van de totale portefeuille, de verschillende beleggingscategorieën of de individuele mandaten plaatsvinden.

Indien het beheer is uitbesteed aan één fiduciair beheerder, dan dient het pensioenfonds in ieder geval deze beheerder te evalueren. Indien het pensioenfonds daarnaast zelf individuele beheerders selecteert, dan is zij zelf ook verantwoordelijk voor de evaluatie van die beheerders (eventueel met behulp van een externe consultant). Indien bijvoorbeeld via een of meerdere fondsen van een gespecialiseerde multi-manager is geïnvesteerd dan dient het pensioenfonds de teams, processen en organisatie van deze multi-manager te evalueren.

Een evaluatieprotocol, een duidelijke beschrijving van het soort beleggingen dat is gedaan met het soort evaluatie dat daarvoor wordt uitgevoerd, dient onderdeel te zijn van het beleid.

4.2 Evaluatiesystematiek

Een goede evaluatiesystematiek bestaat uit een beschrijving van de evaluatiecriteria en de scoringsmethodiek. De criteria waarnaar dient te worden gekeken zijn eerder besproken. Uiteindelijk gaat het erom welke criteria door het pensioenfonds als meest

5 Zie bijvoorbeeld de brief van DNB d.d. 22 juni 2012 waarin de conclusies van een onderzoek naar innovatieve beleggingen worden besproken.

belangrijk worden gezien. Samen dienen ze allesomvattend te zijn en bij voorkeur niet overlappend. Het criterium Duurzaamheid kan bijvoorbeeld ook onderdeel zijn van de evaluatie van de criteria Team (heeft het team ervaring met duurzaamheid?) en Proces (is duurzaamheid geïntegreerd in het proces?). Als het een belangrijk element is van het beleggingsbeleid kan ook worden gekozen om het als separaat criterium op te nemen. Probeer het aantal criteria echter wel te beperken om de overzichtelijkheid te bewaren: vier tot zes criteria is voldoende.

Na vaststelling van de criteria dient te worden bepaald hoe ze worden gescoord en eventueel gewogen. Een score- of stoplichtsysteem helpt per criterium inzichtelijk te maken of verscherpte aandacht benodigd is. Hierbij verdient een relatieve systematiek de voorkeur (bijvoorbeeld versus de peergroup binnen dezelfde categorie van de beheerder of versus de verwachtingen). Ook hier geldt dat eenvoud de voorkeur heeft en wordt aanbevolen niet te werken met te veel detail. Een score van 1 t/m 5 of een stoplichtmodel (rood, oranje, groen) geeft voldoende inzicht. De input voor deze scores komt voort uit het continue monitoringproces dat wordt uitgevoerd. Behalve het criterium Performance betreft het veelal een inschatting van de kwaliteit van de beheerder op de verschillende criteria. Hiervoor dient degene die de score geeft goed op de hoogte te zijn van de ontwikkelingen bij de organisatie, het team en de processen van de betreffende beheerder.

Een volgende stap kan zijn om een wegingssystematiek toe te passen van de individuele criteria om tot een totaalscore te komen. Het grote voordeel hiervan is dat de subscores objectief worden samengevat in één cijfer. Het kent echter ook een aantal nadelen. Er is niet één optimale weging voor alle categorieën of soorten beheerders. Ook heeft elk individu zo zijn eigen voorkeuren. Daarnaast is het criterium Performance veelal historisch, terwijl de andere criteria op basis van de huidige stand van zaken worden beoordeeld (als verwachting voor de toekomst). Het mengen van deze criteria kan het ontstane beeld diffuus maken.

Het is aan te bevelen om met een zogeheten ‘watch list’ te werken van beheerder(s) met een lage score. Bepaal van tevoren bij welke score een categorie of beheerder op de watch list komt. Een lage totaalscore of een te lage score op één criterium kan hiertoe aanleiding zijn. Beschrijf de uitwerking hiervan in het beleid. De status van de beheerders op de watch list dient frequent te worden besproken. Het bijhouden van de watch list in de loop van de tijd, inclusief de redenen waarom een beheerder erop komt of er eventueel af gaat, borgt de verantwoording over dit proces.

4.3 Evaluatieproces

In de beschrijving van het evaluatieproces is het van belang de taken en verantwoordelijkheden van de verschillende actoren in het proces duidelijk vast te leggen. Wie adviseert, wie monitort, wie rapporteert, wie beslist? Het is uitdagend voor het bestuur om zelfstandig alle informatie te hebben om de beslissingen over de (fiduciair) beheerder te kunnen nemen. Borging van additionele, van de beheerder onafhankelijke, expertise is dan ook onvermijdelijk. De mate waarin dit noodzakelijk is, is afhankelijk van de complexiteit van de portefeuille en het gekozen governance-model. De naast het bestuur van het pensioenfonds mogelijke actoren zijn de volgende:

- Een bestuursbureau
- Een beleggingsadviescommissie
- Een onafhankelijke risicomanager
- De (fiduciair) beheerder of uitvoerder
- Een of meerdere externe (fiduciair) adviseurs

Het aanstellen van verschillende partijen leidt tot een principaal-agentprobleem waarbij een grote informatieasymmetrie bestaat. Let daarom op de mogelijk tegengestelde belangen van de verschillende partijen.⁶ Ook kan het hebben van een bepaalde beloningsstructuur in de vorm van een prestatievergoeding leiden tot tegengestelde belangen. Hoe groter het aantal actoren, hoe belangrijker het wordt om hier bewust mee om te gaan.

6 Zie bijvoorbeeld Charles D. Ellis, 'Murder on the Orient Express: The Mystery of Underperformance' voor een beschrijving hiervan.

5. Meer lezen? Literatuur

Mark M. Carhart (1997), 'On Persistence in Mutual Fund Performance', *Journal of Finance*, 52(1), p. 57-82.

Brief van De Nederlandsche Bank (22 juni 2012), 'Resultaten DNB onderzoeken innovatieve beleggingen'. Raadpleegbaar op www.dnb.nl.

Charles D. Ellis (2012), 'Murder on the Orient Express: The Mystery of Underperformance', *Financial Analysts Journal*, 68(4), p. 13-19.

Bernd R. Fischer & Russ Wermers (2013), *Performance Evaluation and Attribution of Security Portfolios*, Waltham: Academic Press (imprint of Elsevier).

Dit boek bespreekt de beste benaderingen met betrekking tot de evaluatie en attributie van performance. Hoofdstuk 9 geeft een goed overzicht van het wetenschappelijk onderzoek dat is gedaan naar de toegevoegde waarde van actief beheer.

Amit Goyal & Sunil Wahal (2008), 'The Selection and Termination of Investment Management Firms by Plan Sponsors', *Journal of Finance*, 63(4), p. 1805-1847.

Bradford Cornell, Jason Hsu en David Nanigian (2017), 'Does Past Performance Matter in Investment Manager Selection?', *The Journal of Portfolio Management*, 43 (4), p. 33-43.

Bastiaan de Kreij

Drs. Bastiaan de Kreij, CFA heeft meer dan twintig jaar ervaring in het evalueren van beleggingsstrategieën en vermogensbeheerders in traditionele en alternatieve beleggingscategorieën. Deze ervaring heeft hij opgedaan als beheerder van multi-manager portefeuilles bij MN, Fortis Investments en Cadogan Management (UK) en als zelfstandig consultant. Van 2013 tot 2017 was Bastiaan werkzaam bij PGGM om de nieuwe afdeling Fiduciair Advies mede op te zetten. Hij adviseerde de klanten van PGGM over de implementatie van het beleggingsbeleid. Sinds 2017 is Bastiaan weer actief als zelfstandig consultant.

4. IMPLEMENTATIE & UITVOERING



Hoe organiseer je goede besluitvorming?

Alwin Oerlemans

1. Uitgangspunten

- De besluitvorming in pensioenfondsen over het risico- en beleggingsbeleid is complexer geworden. Dit heeft een aantal oorzaken die betrekking hebben op het besluitvormingsproces en wie daarbij betrokken zijn, de totstandkoming van de beleggingsallocatie, de invulling van de beleggingsportefeuille, de monitoring en verslaglegging en de borging van deze zaken.
- Bij goede besluitvorming staan de vormgeving van het integraal risicobeleid en het balansbeheer- en beleggingsproces en de daarbij te hanteren regels bij de besluitvorming centraal. De commissies die hiervoor verantwoordelijk zijn vervullen een centrale rol bij de voorbereiding van deze besluitvorming. Bij het in uitvoering nemen van een pensioencontract neemt het pensioenfondsbestuur een grote verantwoordelijkheid op zich. Meer dan in het verleden is dit proces geëxpliciteerd. Daarom dienen de rollen van de diverse stakeholders vooraf duidelijk te zijn.
- Vanwege de complexiteit van de materie is het van belang dat de stakeholders hun rol goed kunnen vervullen. Het bestuur draagt de verantwoordelijkheid voor de uitvoering en heeft daarmee ook de regie in handen om de ambities in het pensioencontract te vertalen in adequaat risicomangementbeleid en resultaten.

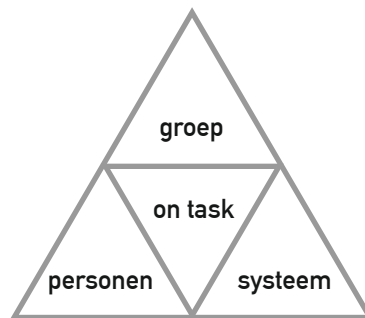
2. Context: Goed bestuur

De kracht van het collectieve pensioen is gebaseerd op het gezamenlijk nemen en delen van risico's. Dit is alleen mogelijk in een context van goed bestuur, professionele uitvoering en vertrouwen. Een bestuur kan deze verantwoordelijkheid alleen naar behoren invullen indien het zich zodanig organiseert dat de pensioenuitvoering professioneel plaatsvindt en het bestuur onder alle denkbare omstandigheden 'in control' is. Ook vanuit het toezicht wordt er – in het belang van de (gewezen) deelnemers en gepensioneerden – kritisch meegekeken of dit op adequate wijze

gebeurt. Binnen de pensioenuitvoering vormen het risico- en beleggingsbeleid en de implementatie daarvan de kern. De kwaliteit van de organisatie hiervan vormt dus een belangrijke maatstaf voor de kwaliteit van het bestuur van het pensioenfonds.

Een bestuur kan alleen goed functioneren als de bestuursleden daarvoor geschikt zijn, als het bestuur als collectief goed functioneert en als het werkt binnen een systeem waarin goed bestuur mogelijk is. Het model van Cools, Van de Loo en Winter in figuur 1 geeft een krachtig handvat aan het bestuur om 'in control' te zijn.¹ Het stelt de vraag of een bestuur 'on task' is, dat wil zeggen: doet wat het moet doen. Belangrijk daarbij zijn de samenstelling van het bestuur (personen), de manier van samenwerken in het team (groep) en de context waarin het bestuur opereert (systeem). Vanuit toezicht is er bijzondere aandacht voor 'boardroom dynamics': de groepsdynamiek binnen het bestuur en de invloed hiervan op besluitvorming en de interactie met belanghebbenden. Met name bij de bespreking van complexe thema's rond het risico- en beleggingsbeleid dient te worden geborgd dat dilemma's voldoende worden besproken en de goede vragen (kunnen) worden gesteld. In het toezicht op gedrag en cultuur in het bestuur worden vier kerngebieden aangeduid:

1. Concrete acties om aandacht voor gedrag en groepsdynamiek te stimuleren
2. Zorgvuldige besluitvorming
3. Tegenspraak organiseren
4. Flexibele leiderschapsstijl voor voorzitters



*Figuur 1. Is het bestuur 'on task'?*²

Een bestuur heeft in de praktijk met tal van dilemma's te maken met betrekking tot evenwichtige belangenafweging en governance, vanwege het impliciete langetermijnkarakter van een pensioencontract.³ Door de zeer lange duur van de overeenkomst is niet alles van tevoren vast te leggen. Het gaat om pensioenrechten waarbij (gewezen) deelnemers en gepensioneerden onderling risico's van beleggen,

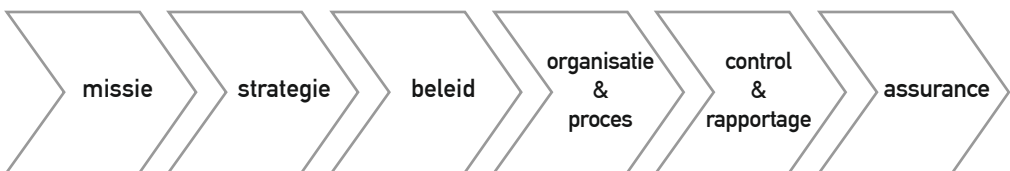
1 Zie Winter (2010).

2 Bron: Cools, Van de Loo, Winter (2010).

3 Zie Transparency International Nederland (2013).

inflatie, (lang)leven en uitvoering delen en het bestuur steeds verantwoordelijk is voor een evenwichtige belangenafweging. Besluiten over (1) de premie, (2) de indexatie, (3) het risico- en beleggingsbeleid of (4) het doorvoeren van een korting geven daarbij invulling aan impliciete elementen van het contract. Deze vier ‘knoppen’ van het bestuursbeleid vormen de kern van besluitvorming in het bestuur. Beslissingen hierover vereisen degelijke financiële kennis en onderbouwing, maar raken tegelijkertijd de verdelingsvraagstukken in het pensioenfonds. Veel meer dan in het verleden dient het bestuur een actief beleid te voeren zodat het hiervoor juist is samengesteld en de goede dingen doet. In de ABTN, het risicobeleid, het strategische beleggingsbeleid en de jaarlijkse beleggingsplannen legt het bestuur goed vast hoe zij het beleggingsbeleid en de borging daarvan vormgeeft.

Figuur 2 laat de inbedding van het beleid zien. In de missie formuleert het bestuur zijn doelen in lijn met de statuten van het pensioenfonds. In de strategie legt het fonds vast hoe het zijn missie wil realiseren en hoe het omgaat met strategische risico's waarmee het fonds te maken heeft. Het beleid bevat de uitwerking van de strategie naar concrete uitvoering. Het risico- en beleggingsbeleid vormt een belangrijk onderdeel van het totale beleid. In de betreffende commissie vindt de beleidsvoorbereiding en het toezicht op de implementatie plaats. Ten aanzien van de implementatie is er veelal sprake van fiduciair beheer. Dit betekent dat ook het uitbestedingsbeleid op dit punt goed dient te worden uitgewerkt. Het beleid is erop gericht om enerzijds weloverwogen risico's te nemen (bijvoorbeeld door een bepaalde beleggingsallocatie te kiezen) en anderzijds risico's die het behalen van de doelstellingen van het pensioenfonds bedreigen te beheersen (bijvoorbeeld door middel van afdekking van bepaalde rente-, valuta- en operationele risico's). Risicobeleid vormt daarmee het hart van de beleidsvoorbereiding. Voor de uitvoering van het beleid is een inrichting nodig van een organisatie en interne processen die het te voeren beleid zo goed mogelijk ondersteunen. Om te volgen dat het beleid ook werkelijk wordt uitgevoerd is een controle en rapportage-infrastructuur nodig. Daarnaast moeten checks & balances worden ingericht zodat de controls worden geverifieerd ('assurance'). Dit is een universele benadering voor goed bestuur. De kern van het besturingsmodel bestaat uit het bepalen van strategie en beleid, gevolgd door een implementatie volgens een '3 lines of defense' model, waarin de werkvloer wordt ingericht (organisatie en processen) alsmede controles daarop en een assurancestructuur.



Figuur 2. Beleid centrale onderdeel bestuurscyclus

Rollen in de besluitvorming

Het bestuur zal bij het opstellen van risico- en beleggingsbeleid rekening houden met de verschillende stakeholders. Dit vereist bijzondere aandacht, omdat juist op het terrein van risico- en beleggingsbeleid externe experts zijn toegevoegd aan de betreffende commissie(s) of omdat het bestuur zelf en ook menig bestuursbureau experts op dit terrein heeft. De toegenomen expertise in bestuur stelt hogere eisen aan de beleidsvoorbereiding en geeft extra countervailing power ten opzichte van de betrokken uitbestedingspartijen. Alle bestuursleden dienen deze ontwikkelingen te kunnen bijbenen. De dilemma's dienen in het bestuur te worden besproken en getoetst aan de zelf bepaalde uitgangspunten. Dit stelt additionele eisen aan de voorbereiding van de bestuursvergaderingen. Risico- en beleggingsbeleid blijft daarmee de verantwoordelijkheid van het hele bestuur en niet het domein van de experts. In het bestuur kunnen de afwegingen zo op goede wijze worden gemaakt, rekening houdend met de verschillende stakeholders (zie figuur 3).



Figuur 3. Reguliere afstemming beleid met stakeholders

Het bestuur is verantwoordelijk voor de uitvoering van de pensioenregeling. Bij het aanvaarden van de uitvoering dient het bestuur vast te stellen of deze uitvoerbaar is, daarbij rekening houdend met eventuele randvoorwaarden vanuit de sociale partners, zoals een maximale premie die het bestuur mag vaststellen. Een cruciaal aspect bij de opdrachtaanvaarding zijn de veronderstellingen over rendement en risico, inclusief de gepastheid daarvan bij de populatie van het deelnemersbestand. Op grond van artikel 102a van de Pensioenwet is het bestuur gehouden om te zorgen voor de vastlegging van de doelstellingen en beleidsuitgangspunten, waaronder

de risicohouding van het pensioenfonds. Deze doelstellingen en uitgangspunten moeten worden gebruikt bij de toetsing van de opdracht. Mocht het fondsbestuur een discrepantie vaststellen, dan moet het bestuur deze teruggeven aan de opdrachtgevers.⁴

Steeds meer fondsen verrichten (soms in samenwerking met sociale partners) onderzoeken onder hun deelnemers en gepensioneerden om beter inzicht te krijgen in hun risicohouding. Deze risicohouding is dan mede input voor uit te voeren ALM-studies die de basis vormen voor het strategische beleggingsbeleid. Ook het nieuwe Financieel Toetsingskader (nFTK) voor pensioenfondsen verandert de spelregels en vereist afstemming met sociale partners. Hierbij gaat het om de afspraken over premiebepaling, inhaalindexatie en kortingsbeleid. Ook is duidelijke communicatie en afstemming met de deelnemers en gepensioneerden rondom de risico's van pensioenbeleggen en eventuele tegenvallende resultaten van belang. In de haalbaarheidstoets wordt onderzocht in hoeverre het verwachte pensioenresultaat aansluit bij de door het pensioenfonds gehanteerde uitgangspunten. Hierbij gaat het onder andere om de ondergrens en de bandbreedte waarbinnen het verwachte pensioenresultaat zich mag bewegen. De gekozen ondergrens en bandbreedte hangen samen met het risicoprofiel van het pensioenfonds. Meer beleggingsrisico kan immers leiden tot een grotere spreiding in de uitkomsten. Op deze punten is ook de afstemming met het verantwoordings- of belanghebbendenorgaan en raad van toezicht van belang. Deze bredere afstemming stelt hoge eisen aan de planning en invulling van het beleid en vereist aanpassing van beslisregels.

De toegenomen complexiteit om tot een afgewogen risico- en beleggingsbeleid te komen leidt tot versterking van de besturen met bestuurders met competenties op juist deze terreinen. Daarnaast versterken besturen zich door de inrichting van bestuursbureaus met daarin – voor zover de schaal van het fonds het toestaat – specialisten op het gebied van risicomangement en beleggen. Deze bestuursbureamedewerkers en specialisten adviseren op bestuursniveau over complexe uitvoeringskwesties. Uitbestedingspartners spreken soms minder de 'bestuurstaal' en zijn soms minder bekend met bestuurlijke afwegingen en overwegingen. Bestuursbureaus kunnen de vertaalslag maken door complexe kwesties te begrijpen en deze te vertalen naar bestuurbesluiten of commissieadviezen. Met de uitbouw van de bestuursbureaus verandert er echter niets aan de eindverantwoordelijkheid van het bestuur voor de uitvoering. Een meerderheid van de besturen kiest voor uitbesteding van administratie en vermogensbeheer, ook om aldus voordelen in schaal en scope te benutten. De groei van de bestuursbureaus en de specialisatie daarbinnen leidt in een aantal gevallen in het opnieuw onderbrengen van het primaire beleggingsproces in het bestuursbureau, naast het voortzetten van

4 Zie bijvoorbeeld FNV Bondgenoten (2012), pagina 18.

de uitbestedingsrelatie met andere partijen. Dit roept nieuwe vragen op ten aanzien van risico- en beleggingsbeleid en de adequate uitvoering ervan.

Risico- en beleggingsbeleid⁵

Het bestuur dient het risico- en beleggingsbeleid op een proactieve wijze in te vullen. De visie van het bestuur op de dynamische omgeving waarin het opereert, is bepalend voor de te nemen beleidskeuzes in het strategische proces. Bij een proactief risicomanagement moet het bestuur risico's systematisch beoordelen op hun positieve en negatieve potentieel en de wijze waarop zij bijdragen aan de realisatie van de doelstelling van het pensioenfonds. Het gaat uit van een vooruitkijkende en open attitude ten aanzien van de kansen en bedreigingen van een risicovolle wereld. Het proactieve risicomanagement kan worden uitgewerkt aan de hand van een systematische aanpak, bestaande uit vier stappen. Het doorlopen hiervan brengt een systematiek tot stand die pensioenfondsen helpt om de blootstelling aan verschillende risicofactoren, die gepaard gaan met het realiseren van de doelstelling van het fonds, adequaat te managen.

STAP 1 DOELSTELLING BEPALEN

Het bepalen van de doelstelling die het pensioenfonds wil realiseren. Deze doelstelling vloeit voort uit de missie en het strategisch kader, waarin naast de ambitie tevens de principes en de risicohouding zijn vastgelegd.

STAP 2 RISICO'S BENOEMEN

Het identificeren van welke risicofactoren van invloed zijn op het fonds bij de realisatie van het doel.

STAP 3 RISICO'S VASTSTELLEN

Het vaststellen met welke kans het risico zich kan manifesteren en hoe groot de impact naar verwachting zal zijn. Dit kan zowel op kwalitatieve als op kwantitatieve wijze worden uitgevoerd.

STAP 4 RISICOBELEID BEPALEN

Het bepalen hoe om te gaan met de geïdentificeerde belangrijkste risico's waaraan het fonds blootstaat (stap 2 en 3) gegeven de doelstelling van het fonds (stap 1): acceptatie, transfer, vermijden of verminderen. Voor extreme crisissituaties stelt het pensioenfondsbestuur een crisisplan op met heldere 'triggers', actiepunten en actiehouders, zodat in tijden van slecht weer snel kan worden gehandeld.

5 Voor een uitgebreide toelichting zie Maurits Dalm, Pieter van Foreest en Daniëlle Walraven (2012) of de toelichting hierop in de Toolkit Governance Pensioenfondsen.

Het bepalen van de risicohouding in stap 1 bestaat uit drie fasen: pre-ALM, ALM en post-ALM. In de pre-ALM-fase worden stapsgewijs de randvoorwaarden vastgesteld waaraan de strategische mix moet voldoen. Hierbij is een juiste formulering van de doelstelling van het fonds inzake de risicohouding belangrijk, naast standpuntbepaling ten aanzien van economische scenario's en modelparameters. De risicodraagkracht hangt af van de financiële parameters van het fonds, maar ook van het vermogen van stakeholders om risico's op te vangen. Het is gebruikelijk om de risicohouding te analyseren aan de hand van vragenlijsten en interactieve sessies, waarbij bijvoorbeeld met 'blinde' strategieën de uitkomsten van verschillende portefeuilles worden vergeleken. In de ALM-fase wordt stapsgewijs toegewerkt naar deze optimale strategische mix van actuariële parameters (premiebeleid, indexatiebeleid, additionele maatregelen) en het beleggingsbeleid (inclusief 'overlay-constructies' voor de afdekking van rente-, inflatie- en valutarisico). Op basis van de resultaten van de ALM-analyse kan tevens worden vastgesteld of het pensioenfondsbestuur bereid is de pensioenregeling al dan niet te accepteren. Het gaat er voornamelijk om hoeveel risico het pensioenfonds wil en kan nemen. Een nieuwe ontwikkeling hierbij is dat de ALM-analyse niet alleen focust op de beleggingsallocatie, maar juist op de allocatie van risico's (zoals aandelen-, rente-, inflatie, krediet-, of landenrisico).⁶

Het risicobeleid behoort te zijn geënt op de 'beliefs' van het fonds die uit de visie voortkomen, zoals verwachtingen ten aanzien van pensioenregeling en -stelsel (bijvoorbeeld wat gebeurt er met pensioenproducten/-markten), de financiële marktstructuur (bijvoorbeeld welke risico's worden verhandeld, welke niet?), de werking van financiële markten ('investment beliefs' ten aanzien van zaken als 'mean reversion', beloning van actief risico, diversificatievoordelen, et cetera). Deze 'beliefs' moeten feitelijk worden gevormd voor alle benoemde risico's.

Een volwassenheidsmodel ('maturity-model') helpt het bestuur hierbij. Deze inventarisatie geeft naast de beoordelingen van bestaan, opzet en werking van risicobeleid, een beoordeling van de kwaliteit ervan. Er wordt een aantal fasen tot volwassenheid onderscheiden ten aanzien van integraal risicomanagement, die variëren van onsystematisch (ad hoc of niet-bestaand) tot systematisch (geïmplementeerd en periodiek geëvalueerd). Toezichthouder DNB onderscheidt vier volwassenheidsniveaus. Het derde niveau is een minimumvereiste voor fondsen.

Monitoring en verslaglegging vormen een integraal onderdeel van het risico- en beleggingsbeleid. Een goede uitvoering dient mede te worden geborgd in het uitbestedingsbeleid, waarin de operationele afspraken ten aanzien van monitoring en verslaglegging zijn opgenomen. Hierbij is de inhoudelijke kwaliteit

6 Zie FNV Bondgenoten (2012).

van belang (attributie van uitkomsten zodat analyse mogelijk is in termen van kosten-rendement-risico), alsmede de frequentie en planning in relatie tot de vergaderagenda en de tijd en wijze waarop in commissies en bestuur de betreffende rapportages worden besproken. Het bestuur doet er goed aan het uitbestedingsbeleid (inclusief Service Level Agreement afspraak en scope van ISAE 3402-certificering) regelmatig te evalueren.

Een gestructureerde manier om effectief beleid te implementeren is toepassing van de kwaliteitscirkel van Deming waarin de vier activiteiten Plan – Do – Check – Act centraal staan. Eerst worden de doelstellingen met passende evaluatiecriteria geformuleerd (Plan), waarna acties worden ondernomen om deze doelstellingen te bereiken (Do). Hierna wordt gecontroleerd of de doelstellingen zijn bereikt (Check) en kunnen op basis van deze evaluatie doelstellingen of beleid worden aangepast (Act).

Permanente educatie voor zittende bestuursleden en het blijvend investeren in de kwaliteit van het bestuur ten aanzien van het beoordelen van deze materie zijn essentieel voor de implementatie van het risico- en beleggingsbeleid.⁷ Specifieke onderdelen hierbij betreffen inzicht in en evaluatie van de wijze van samenwerken, diversiteit in het team, training in het omgaan met stresssituaties en de uitvoering van een crisisplan en kennis van de invloed van gedragsinvloeden (inzicht in behavioural finance en boardroom dynamics) op de besluitvorming en uitvoering. Ook andere stakeholders dienen adequaat te worden opgeleid en waar nodig geïnformeerd over de uitkomsten van het gevoerde beleid door middel van rapportage en overleg.

3. Debatten: omgaan met dilemma's in uitvoering risicomangement- en beleggingsbeleid

De praktijk van risico- en beleggingsbeleid laat zien dat diverse vragen niet direct een eensluidend antwoord hebben. Bij het maken van beleid moet het bestuur vaak een afweging maken. Transparant zijn over het afwegingskader bij dilemma's draagt bij aan herstel van vertrouwen. In het rapport 'Kijken in de spiegel'⁸ wordt een spoorboekje gegeven om systematisch om te gaan met voorliggende vraagstukken.

7 Hierbij kan gebruik worden gemaakt van publicaties (zoals themaonderzoeken pensioenfondsen) van DNB, leidraden van de AFM en publicaties van beroepsorganisaties van beleggingsprofessionals zoals CFA Society VBA Netherlands (zie bijvoorbeeld VBA Risicostandaarden beleggingen 2015).

8 Transparency International Nederland (2013).

Het bestuur richt zich hierbij op het vaststellen welk dilemma voorligt. Vervolgens wordt een beleidskader bepaald waarbinnen de afweging moet worden gemaakt ('policy beliefs') en worden de principes (ijkpunten) benoemd waarlangs een dilemma kan worden getoetst. Op basis hiervan kan besluitvorming plaatsvinden. In lijn met het geschetste risicobeleid in de vorige paragraaf kan een bestuur dat tijd heeft geïnvesteerd in het nadenken over principes en uitgangspunten ('beliefs') daadkrachtiger omgaan met vraagstukken die zich voordoen. Voorbeelden (met toelichting) van principes en uitgangspunten worden gegeven in het genoemde rapport. Het bestuur kan dat gebruiken als uitgangspunt op een studiedag.

Op het terrein van risico- en beleggingsbeleid doen zich veel vraagstukken voor:

- Verschuiving van de uitvoering vermogensbeheer van een externe vermogensbeheerder naar experts in het bestuur of bestuursbureau. Zijn de rollen duidelijk bepaald?
- Zijn bij de inrichting van het fiduciaire model de checks and balances en het integrale risicomanagement goed belegd? Zijn de onderlinge rollen expliciet vastgelegd?
- Hoe dient het beleggingsbeleid aan te sluiten bij de opvattingen van deelnemers en gepensioneerden over verantwoord beleggen? Hoe verhoudt ESG (Environmental, Social, Governance) beleid zich met de rendementsdoelstelling?
- Is een voorgenomen aanpassing van het pensioencontract uitvoerbaar of moet hierover met de sociale partners worden gesproken?
- Het bestuur verandert van samenstelling en daarmee verandert de risicohouding van het bestuur. Hoe verhoudt dit zich tot de risicohouding bij de sociale partners, deelnemers en gepensioneerden?
- Wat betekent de volatiliteit van de lange rente voor het renteafdekkingsbeleid?
- Overname van een andere onderneming, verkoop van een bedrijfs onderdeel of herstructurering leiden tot een belangrijke aanpassing in de langetermijnvooruitzichten van het fonds. Wat betekent dit voor de beleggingsportefeuille en met wie wordt de discussie gevoerd?

4. Best practices

Doen

- Intensiveer samenwerking met sociale partners en andere gremia over risicohouding en sturingsinstrumenten premie-, indexatie-, kortings- en beleggingsbeleid.

- Focus op de lange termijn en bespreek wat toekomstbestendig zijn betekent voor het fonds (scenarioanalyse et cetera).
- Borg expertise en vergroot professionaliteit in bestuur (c.q. bestuursbureau) op risico- en beleggingsterrein.
- Stel 'domme' vragen over risico- en beleggingsbeleid. Geen enkele vraag is dom, vraag bij de experts door tot het duidelijk is.
- Evalueer boardroom dynamics en het functioneren van het bestuur; bevorder diversiteit (in allerlei opzichten).
- Doorspreek de risico- en beleggingscyclus met het hele bestuur.
- Richt risicomangement proactief in.
- Implementeer Plan-Do-Check-Act in de uitvoering en voorbereiding van beleid.
- Onderzoek de risicopreferentie van deelnemers en gepensioneerden en vertaal deze naar de risicohouding.
- Bepaal zelf de scope van ISAE 3402.
- Stel vergaderingen en kennissessies van de commissies die verantwoordelijk zijn voor het integraal risicomangement, balansbeheer en beleggingsbeleid open voor het gehele bestuur.
- Dring aan op kennissessies door de vermogensbeheerder of externe trainer en richt permanente educatie in op risico- en beleggingsbeleid

Niet doen

- Onvoldoende betrekken van sociale partners en governance gremia van het fonds bij premie-, indexatie-, kortings- en beleggingsbeleid.
- Risico- en beleggingsbeleid overlaten aan externe adviseur(s) of slechts enkele bestuursleden.
- Onderschatten complexiteit van risico- en beleggingsbeleid.
- Beleggen zonder duidelijk de eigen uitgangspunten ('beliefs') te hebben bepaald.
- Te weinig tijd plannen voor de behandeling in het bestuur van de ALM-studie, het (strategische) beleggingsplan, bepaling risicohouding, et cetera.
- Accepteren van onoverzichtelijke rapportages over rendement-risico-kosten.
- Nalaten uitbestedingscontracten regelmatig te toetsen op marktconformiteit.
- Inrichten hedgingbeleid (rente, valuta) los van het ALM-beleid en strategisch beleggingsbeleid.
- Accepteren beleggingsproposities waarvan de toegevoegde waarde niet in termen van rendement-risico-kosten is aangetoond.
- Nalaten second opinions te vragen bij experts over complexe onderwerpen.
- Negeren operationele risico's van het beleggingsproces.

5. Meer lezen? Literatuur

Maurits Dalm, Pieter van Foreest & Daniëlle Walraven (2012), *Proactief risicomangement voor pensioenfondsen*, Nyenrode Business Universiteit.

FNV Bondgenoten (2012), 'Beleggingsrisico's. Aanpak voor het beheersen van de risico's in het beleggingsbeleid van pensioenfondsen', raadpleegbaar op www.fnv.nl.

Flip Klopper & Olav Loeber (redactie) (2014), *Toolkit Governance Pensioenfondsen*, Den Haag: Nationaal Register.

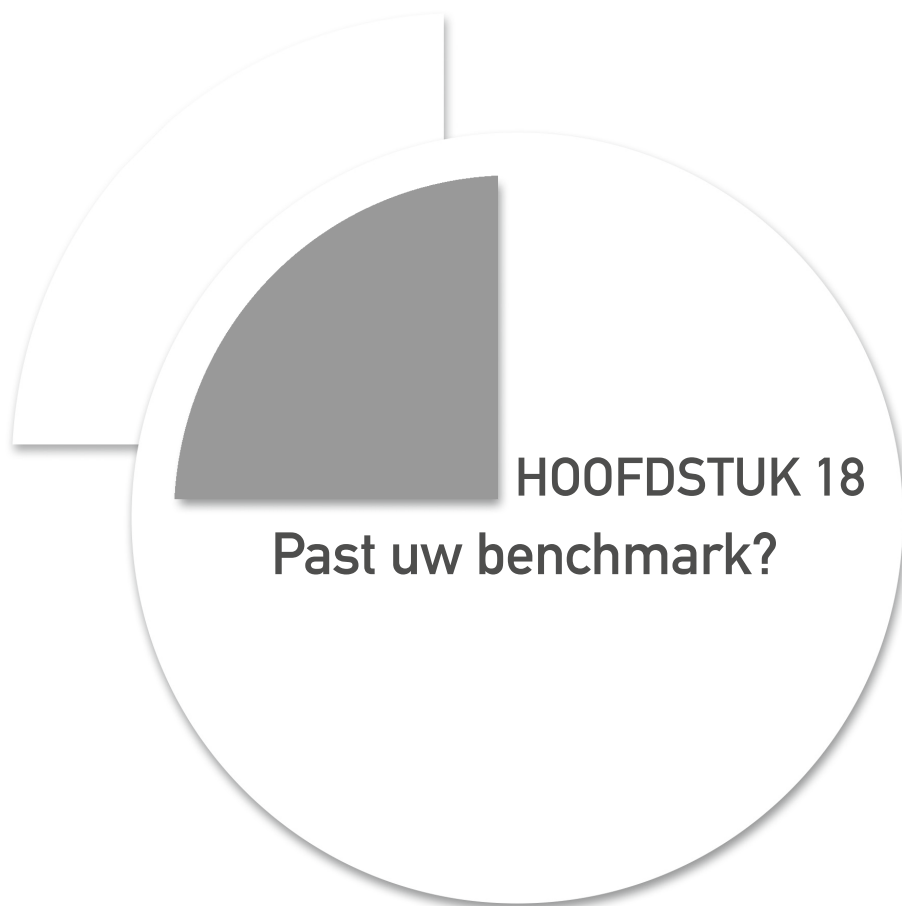
Transparency International Nederland (2013), 'Kijken in de spiegel. Rapport van de Werkgroep Integriteit Pensioenfondsen', onder andere raadpleegbaar op www.pensioenfederatie.nl.

Jaap Winter (2010), 'The Board: Inside the Black Box', Duisenberg school of finance, raadpleegbaar op www.dsf.nl.

Alwin Oerlemans

Dr. Alwin Oerlemans, CFA, FRM is Hoofd Pensioenstrategie bij APG en daarnaast werknemersvoorzitter van het Personeelspensioenfonds APG. Verder maakt hij deel uit van de Editorial Board van Netspar, de adviesraad en de redactieraad van Pensioen Bestuur & Management en de redactie van Het Verzekerings-Archief. Eerder werkte hij voor NIBC, het Ministerie van Financiën en de Universiteit Maastricht. Hij heeft econometrie gestudeerd aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en is gepromoveerd aan de Economische Faculteit van de Universiteit Maastricht. Hij publiceert regelmatig over oplossingen in pensioenontwerp, vermogensbeheer en risicomangement.

4. IMPLEMENTATIE & UITVOERING



1. Uitgangspunten

- De ontwikkeling van betere benchmarks in de afgelopen decennia viel samen met de professionalisering van de beleggingsprocessen van institutionele beleggers. Hierdoor heeft dit beleggingsproces wel een sterke 'asset-only' focus gekregen, terwijl in de strategievorming van institutionele beleggers strategische doelen en verplichtingen juist een steeds prominere rol hebben gekregen.
- Bij veel pensioenfondsen komen de benchmarks voor beleggingen nog altijd bottom-up tot stand, onafhankelijk van de strategische doelen van het fonds.
- Fondsen kunnen beter op hun strategische doelen sturen door benchmarks juist top-down samen te stellen, voor zowel risicomijdende als risicodragende beleggingen. Top-down benchmarks sturen directer op de strategische risico's die nu het verschil kunnen betekenen tussen falen en succes.
- Met een dergelijke aanpak krijgt ieder fonds zijn eigen specifieke benchmark. Bijkomend voordeel is dat het beleggingsgedrag van pensioenfondsen hiermee minder voorspelbaar wordt.
- Voor risicodragende beleggingen sluit deze aanpak goed aan bij recent onderzoek¹ dat het rendement op aandelenportefeuilles probeert te verklaren uit een aantal kenmerken van de onderliggende aandelen, zoals de grootte en waardering van de onderneming en momentum en volatiliteit van het rendement.

1 Blitz 2012, zie het voorbeeld 'de aandelenbenchmark'.

2. Context

Sinds jaar en dag zijn benchmarks een vertrouwd instrument voor pensioenfondsen om beleggingen zo objectief mogelijk te beoordelen op hun merites. Sinds de introductie van de eerste benchmarks (de Dow Jones Industrial Average werd geïntroduceerd in 1896!) is de behoefte om beleggingen te vergelijken geleidelijk gegroeid. Vandaag de dag is er een breed palet aan benchmarks beschikbaar, aangeboden door diverse aanbieders en opgesplitst naar markten, regio's, economische sectoren en beleggingsstijlen. De toegenomen populariteit van benchmarks heeft ook bijgedragen aan de opkomst van passief beleggen, waardoor de focus op kostenefficiëntie is toegenomen. Benchmarks hebben hun waarde wel bewezen, zeker voor grote beleggers als pensioenfondsen.

Ondanks het bewezen succes is het gebruik van benchmarks door pensioenfondsen toe aan herziening. De keuze voor een bepaalde benchmark komt doorgaans bottom-up tot stand wanneer per assetcategorie een specifiek beleggingsmandaat wordt afgesproken. Steeds meer beleggers stellen de risico- en rendementseigenschappen van de meest gangbare benchmarks ter discussie, in lijn met voortschrijdend inzicht uit de beleggingsleer. Bovendien blijken benchmarks en passief beleggen regelmatig te lijden onder hun eigen populariteit: de onderliggende methoden leveren een voorspelbare stroom aan handel op en zijn daardoor een mogelijke bron van verborgen kosten. In dit hoofdstuk komen daarom alternatieve benchmarkmethoden aan de orde die beter aansluiten bij de wensen van beleggers en bovendien efficiënt zijn uit kosten- en rendementsoverwegingen.

Tevens bespreken we in dit hoofdstuk mogelijke verbeteringen in benchmarking die voortkomen uit de groeiende behoefte om de inrichting van de beleggingen zo veel mogelijk af te stemmen op de specifieke behoeften van de belegger, verbonden met specifieke doelstellingen, afgestemd op de gehele balans. Deze verbeteringen zijn bruikbaar voor zowel risicomijdende als risicodragende beleggingen op de pensioenfondsbalans. Met betere benchmarking wordt het beleggingsgedrag van pensioenfondsen bovendien minder makkelijk voorspelbaar, met een beter resultaat en lagere kosten tot gevolg.

Trends in benchmarking

Voordat we mogelijke verbeteringen in benchmarking bespreken, staan we stil bij de huidige praktijk van benchmarking die door een groot deel van de beleggers

wordt gebruikt. Bij het samenstellen van een benchmark voor een belegging spelen traditiegetrouw de criteria van *representativiteit*, *belegbaarheid* en *transparantie* een grote rol. In deze traditie worden benchmarks op basis van deze criteria samengesteld door marktpartijen zoals uitgevers of financiële instellingen als banken, handelaren of vermogensbeheerders, afhankelijk van de publieke beschikbaarheid van onderliggende data.

Het criterium van *representativiteit* wil zeggen dat de 'namen' in een benchmark de gehele markt vertegenwoordigen, bijvoorbeeld het beschikbare universum van alle Europese aandelen. De nadruk op representativiteit werd in de tweede helft van de twintigste eeuw gevoed door de opkomst van de moderne portefeuilletheorie uit de academische literatuur. Deze theorie schreef immers voor dat een belegger efficiënt kan beleggen door een combinatie te kiezen van een risicovrije belegging en de marktportefeuille. De marktportefeuille vertegenwoordigt de markt voor alle risicodragende beleggingen – de meest brede en representatieve portefeuille dus.

Belegbaarheid is een onomstreden criterium dat voorschrijft dat de portefeuille waarmee de belegger zich vergelijkt ook daadwerkelijk kan worden aangekocht. Anders is het vergelijken van beleggingsprestaties – en het belonen op basis van deze vergelijking – geen eerlijk proces. Belegbaarheid lijkt geen zware eis, maar brengt in de praktijk vaak beperkingen met zich mee. De namen in een benchmark moeten namelijk vrij verhandelbaar zijn en iedere belegger die de benchmark volgt, moet in staat zijn om tegen redelijke kosten te handelen in de onderliggende benchmarkportefeuille. Dit criterium speelt een grote rol bij benchmarks voor minder liquide assetcategorieën, zoals alternatieve beleggingen, die veelal niet voor iedere belegger toegankelijk zijn.

Transparantie bij het samenstellen van een benchmark wil zeggen dat de constructie van de benchmark voor iedereen duidelijk moet zijn. Zo moet het eenvoudig te volgen zijn hoeveel gewicht een bepaalde naam in een benchmark krijgt. Ook de prijsvorming moet voor alle namen in de benchmark helder tot stand komen, zowel qua tijdstip als qua marktinformatie die wordt gebruikt. Transparantie wordt zeker een kwestie indien niet-publieke informatie wordt gebruikt bij de samenstelling van een benchmark. Moeilijk te volgen benchmarks betekenen een voordeel voor partijen aan de aanbodzijde van de markt en maken verborgen kosten of zelfs manipulatie mogelijk. Het recente Libor-schandaal waarin een groot aantal gerenommeerde banken verwickeld was, is hier een goed voorbeeld van. De prijsvorming bleek intransparant en manipuleerbaar.

De gangbare benchmarkingpraktijk, waarbij de portefeuille van een pensioenfonds tot in overzichtelijke deelportefeuilles met specifieke benchmarks wordt opgesplitst, is intussen tot in de puntjes verfijnd. Diverse productaanbieders ontwikkelen hun eigen waaiers van benchmarks en bieden producten aan – denk aan ETF's – die deze benchmarks zo goed mogelijk nabootsen. De wereld van benchmarking

is hiermee verworden tot de kunst van ‘financial engineering’, georiënteerd op de implementatiedetails in het beleggingsproces. De benchmark stuurt het implementatieproces, zowel in het geval van actief als passief beleggen.

De strategische benchmark voor een pensioenfonds wordt veelal de optelsom van alle individuele benchmarks die voortvloeien uit de strategische assetallocatie. De constructie van deze strategische benchmark vindt dus bottom-up plaats, vanuit de benchmarks van alle deelportefeuilles. Een alternatieve aanpak is om top-down vanuit de strategische doelen van het fonds eerst een strategische benchmark te construeren, die zo veel mogelijk verbonden blijft met de strategie van het fonds. In de paragraaf ‘debat’ in dit hoofdstuk wordt een dergelijke aanpak geïllustreerd voor een portefeuille die de verplichtingen zo goed mogelijk probeert te volgen.

Een ander bezwaar tegen de gangbare aanpak voor benchmarking komt voort uit voortschrijdend inzicht in de factoren die bepalend zijn voor het rendement op bijvoorbeeld aandelen. De klassieke portefeuilletheorie ging nog uit van de samenhang met ‘de’ marktportefeuille als de bepalende factor voor het portefeuillerendement. Onderzoek in de afgelopen decennia heeft aangetoond dat talrijke andere factoren hier ook een rol bij spelen. Denk bijvoorbeeld aan de grootte van de onderneming of de verhouding van de marktwaarde tot de boekwaarde van een onderneming.² Ander onderzoek³ heeft aangetoond dat ondernemingen die recent een goed rendement hebben laten zien de neiging hebben deze trend voort te zetten, de zogenaamde momentumfactor.

De laatste jaren heeft vooral het beleggen in aandelen met een lage volatiliteit veel aandacht gekregen. In tegenstelling tot wat de gangbare financiële theorie voorspelt, leveren aandelen met een laag risico historisch gezien betere gemiddelde rendementen op dan meer risicovolle aandelen. Dat een beter verwacht rendement gepaard moet gaan met een hoger risico gaat dus niet altijd op. Geen wonder dat deze ‘low vol’ afwijking de laatste jaren een vaste plek in menig aandelenportefeuille heeft weten te bemachtigen.

Het bestaan van dergelijke factoren die van invloed zijn op toekomstige rendementen van aandelen maken het klassieke onderscheid tussen actief en passief beleggen minder duidelijk. Moeten beleggers die structureel gebruikmaken van deze factoren als winnaars worden gezien, of vergelijken we ze met de verkeerde benchmark? Inzicht in deze factoren heeft een nieuwe trend in beleggen én benchmarking in gang gezet. Hieronder gaan we nader in op de gevolgen voor benchmarking.

2 Zie Fama & French, 1992.

3 Blitz, 2012.

3. Debat: een andere aanpak voor benchmarking?

Benchmarking zoals toegepast door de meeste grote beleggers heeft zijn waarde bewezen, maar kan nog worden verbeterd door:

- een direct verband aan te brengen met de strategische doelstellingen van het fonds;
- voortschrijdend inzicht uit de beleggingsleer mee te nemen, zoals het opnemen van risicofactoren bij aandelenbeleggingen;
- van generieke naar specifieke benchmarks te gaan, waardoor transacties voortvloeiend uit beleggingsbeslissingen minder voorspelbaar worden.

Hieronder worden mogelijke verbeteringen in meer detail besproken en illustreren we de voordelen van een andere aanpak aan de hand van praktijkvoorbeelden. Hierbij maken we gebruik van zowel benchmarks voor een verplichtingenportefeuille als benchmarks voor het risicodragende deel van de balans.

Benchmarking in relatie tot de strategische doelen

Veel pensioenfondsen hebben de afgelopen jaren aandacht besteed aan een betere vastlegging van hun financiële beleid. Fondsen zijn tegenwoordig helder over hun investment beliefs en stellen expliciet vast wat hun risicohouding is. In de haalbaarheidstoets, die de langetermijnambities van het fonds toetst aan de verwachtingen en risico's die aan het pensioen kleven, moeten fondsen bovendien aangeven hoeveel risico aanvaardbaar is in het pensioenresultaat. Dit risico wordt weergegeven door het pensioenresultaat in een slechtweersscenario, gemeten over een horizon van zestig jaar.

Expliciete vastlegging van deze strategische risico's maakt strategische benchmarking een stuk eenvoudiger. Maximaal aanvaardbare risico's in pensioenresultaat op de lange termijn kunnen worden vertaald in maximaal aanvaardbare kortingen en ambities met betrekking tot toeslagenbeleid op de kortere termijn. Zowel kortingen als toeslagen kunnen op hun beurt weer worden vertaald naar dekkingsgraadriskico's. Er is dus een verband tussen de strategische langetermijndoelen en dekkingsgraadriskico's. Deze risico's kunnen op hun beurt weer worden vertaald in risico's van beleggingen en verplichtingen.

Om een strategische benchmark te creëren kan het fonds dus enerzijds een verplichtingenbenchmark construeren, die aangeeft welke portefeuille de verplichtingen het beste benadert. Dit maakt het beoordelen en beheren van risico's in de risicomijdende beleggingen mogelijk. Anderzijds kan een benchmark voor de risicodragende portefeuille worden samengesteld, die aangeeft welke risicofactoren in de portefeuille naar verwachting tot het beste pensioenresultaat leiden.

VOORBEELD 1. DE VERPLICHTINGENBENCHMARK

Op basis van de recente ALM-studie heeft een pensioenfonds haar strategische assetallocatie en strategische renteafdekking vastgesteld. Hierin zijn risicomijdende, risicodragende en afdekkingsinstrumenten vastgelegd. Met deze input wordt een specifieke verplichtingenbenchmark geconstrueerd die het renterisico van de actuariële verplichtingen (VPV) per looptijdsegment zo goed mogelijk benadert. Het fonds bepaalt zelf welke typen obligaties hierin worden meegenomen en welke derivaten worden gebruikt. Gezien de aard van de verplichtingen heeft het fonds instrumenten met een duidelijk kredietrisico, zoals bedrijfsobligaties of staatsobligaties met een lagere rating, uitgesloten van opname in de verplichtingenbenchmark. Maximale allocaties naar landen of instrumenttypen worden afgesproken, om extreme risico's te beheersen. Ook worden voor verschillende horizonnen liquiditeitsbehoeften vastgelegd. Het fonds kan deze verplichtingenbenchmark als leidraad meegeven aan een matchingsportefeuillemanager. In een passief mandaat kan een beperkt risicobudget worden meegegeven, omdat het mogelijk is om in de benchmark zelf te beleggen, in tegenstelling tot in de actuariële verplichtingen zelf. De obligatieportefeuille komt zodoende in dienst van het matchingmandaat. In een actief matchingmandaat, waarin meer risicobronnen en meer risicovolle instrumenten kunnen worden gebruikt, kan de benchmark worden gebruikt voor de attributie van het relatieve rendement.

Door een dergelijke verplichtingenbenchmark te gebruiken wint het fonds op het terrein van de aansturing van vermogensbeheerders, consistentie in risicomanagement en kosten:

1. Er is consistentie tussen benchmarks en risicobudget op strategisch én implementatieniveau in de portefeuille, in tegenstelling tot het gebruik van asset-only benchmarks.
2. Risicobudgettering aan onderliggende managers wordt eenvoudiger, omdat alleen maar rekening hoeft te worden gehouden met marktrisico's. Verschillen ten opzichte van de VPV, zoals een mogelijk verschillende beweging van de swap- en staatsleningencurve, gaan niet ten koste van het risicobudget van de manager.
3. Het integreren van verschillende vastrentende waarden- en overlay-mandaten, vaak een bron van complexiteit en kosten bij pensioenfondsen, wordt eenvoudiger, omdat iedereen aan dezelfde benchmark bijdraagt. Dit helpt bijvoorbeeld tegenovergestelde obligatie- en derivatenposities met een soortgelijke rentegevoeligheid te voorkomen.

Recente ontwikkelingen in regelgeving voor derivaten maken de bruikbaarheid van een specifieke verplichtingenbenchmark nog groter. Derivatemarkten bewegen steeds meer richting de centrale afwikkeling van derivatentransacties, als vervanging van het heersende systeem van bilateraal afgewikkelde contracten. Deze verandering betekent een betere beheersing van het tegenpartijrisico voor pensioenfondsen, maar doet wel een groter beroep op de positie in liquiditeiten van het pensioenfonds. De vereiste positie in liquiditeiten kan deel uitmaken van de verplichtingenbenchmark. Zodoende worden de impliciete kosten van het onderpandbeheer en de attributie van het rendement van de rentehedge ten opzichte van de verplichtingen inzichtelijk gemaakt.

Specifieke benchmarks kunnen ook een rol spelen in de beweging naar een pensioencontract met persoonlijk pensioenvermogen. Voor iedere generatie kan de relevante benchmark voor de verplichtingen worden opgesteld, waarmee de overstap kan worden gemaakt naar een performanceattributie op het niveau van het individu.

Meenemen van risicopremies

Ook de inrichting van het risicodragende deel van de portefeuille kan aan kracht winnen door een direct verband aan te brengen met de strategie van het pensioenfonds. Veel fondsen hebben als beginsel vastgelegd dat ze willen profiteren van een scala aan premies op risicofactoren die beschikbaar zijn op financiële markten, zoals aandelen- en kredietrisico. In de ALM-studie wordt doorgaans bekeken welke combinaties van dergelijke factoren leiden tot de beste afweging van pensioenresultaat, risico en kosten.

Zowel de praktijk als academisch onderzoek wijst op het bestaan van een bredere verzameling van risicofactoren en -premies, zowel binnen aandelen- als kredietmarkten. Ook binnen alternatieve beleggingen zijn verschillende risicofactoren beschikbaar.⁴ De ALM-studie is alleen niet het geijkte instrument om het samenspel tussen deze risicofactoren in detail vast te leggen. De vraag rijst hoe pensioenfondsen dit wel kunnen doen. Moet dit worden overgelaten aan de vermogensbeheerders of speelt het fonds zelf een rol?

Als we ons beperken tot aandelenmarkten, dan blijkt dat steeds meer fondsen onderscheid maken naar verschillende risicofactoren in de samenstelling van hun portefeuilles. Er blijken namelijk structureel risicopremies te behalen te zijn door expliciet rekening te houden met de grootte van de onderneming, de waardering van de onderneming ten opzichte van de boekwaarde, het momentum van het historisch

4 Zie Ibbotson, Chen en Zhu, 2011.

rendement en de volatiliteit van het aandeel (zie bijvoorbeeld Blitz, 2012, waarin de achtergrond van deze aandelenrisicopremies is uitgewerkt). De wetenschap heeft geen eensluidend oordeel over de oorsprong van deze effecten, maar mogelijk spelen economisch-psychologische effecten een rol waardoor dergelijke premies in markten kunnen blijven bestaan.⁵

VOORBEELD 2. DE AANDELENBENCHMARK

Een pensioenfonds heeft in zijn investment beliefs vastgelegd dat de aandelenrisicopremie een belangrijke bijdrage moet leveren aan de groei van het vermogen. Alternatieve beleggingen krijgen door hun complexiteit geen plaats in de portefeuille. Tevens wil het pensioenfonds voornamelijk in liquide aandelen beleggen.

Het beschikbare universum van aandelen in ontwikkelde markten is vervolgens in kaart gebracht. Voor ieder van de beschikbare risicofactoren is een deel van het universum geselecteerd met aandelen die het beste scoren op de bewuste risicofactor. Denk bijvoorbeeld aan de kleine ondernemingen in het universum voor het 'small firm effect', of de aandelen met de beste prestaties over de afgelopen twaalf maanden als benchmarkportefeuille voor het momentumeffect. Op deze wijze kan voor iedere risicofactor een eigen benchmark worden gecreëerd die periodiek kan worden aangepast aan de meest recente marktdata. Blitz (2012) vermeldt voor de genoemde effecten additionele risicopremies in de orde van grootte van 2 tot 5% per jaar ten opzichte van de marktportefeuille, gemeten over de periode 1963-2009 voor Amerikaanse aandelen. Een gelijkgewogen portefeuille van al deze individuele benchmarks kan vervolgens dienen als de benchmark voor de totale aandelen- of risicoportefeuille.

Ten opzichte van een meer traditionele aanpak – waarbij een brede marktgewogen index voor de gehele markt wordt gebruikt, zoals de brede MSCI-indices – heeft deze aanpak als voordeel dat het managerselectieproces beter kan worden ingericht. Iedere manager krijgt een relevante deelbenchmark mee als opdracht; de passieve manager om de benchmark zo kosteneffectief mogelijk in te richten, de actieve manager om door middel van betere aandelenselectie de specifieke benchmark te verslaan. Actieve managers met prestaties die alleen zijn terug te voeren op structurele exposures naar de genoemde risicofactoren worden minder snel geselecteerd, of de prestaties komen eerder aan het licht.

5 Zie Barberis en Huang, 2001.

Blitz (2012) beargumenteert dat het vaststellen van de gewenste exposure naar risicofactoren om deze reden ook een strategische beslissing moet zijn, in plaats van dit over te laten aan de vermogensbeheerders in het bottom-up selectieproces. In het laatste geval bestaat het risico dat een slecht presterende manager niet wordt opgemerkt, of dat een goed presterende manager niet wordt ontslagen, ondanks dat de onderliggende exposure naar risicofactoren misschien minder gewenst is.

Een soortgelijke aanpak is ook bruikbaar voor andere assetcategorieën en risicofactoren.

Van generieke naar specifieke benchmarks

De aanbevelingen die hierboven voor zowel verplichtingen- als aandelenbenchmark zijn gedaan, leveren voordelen op in de aansturing van managers, kosten en de attributie van de beleggingsprestaties. Een bijkomend effect is dat de benchmarks specifiek voor het fonds worden samengesteld, in plaats van conform wat in de markt nu eenmaal gebruikelijk is.

Specifieke benchmarks hebben als groot voordeel dat het beleggingsgedrag minder voorspelbaar wordt voor de markt. Hoewel het onmogelijk is om dit voordeel te becijferen, leiden downgrades van obligaties uit breed beschikbare benchmarks of geplande indexherwegingen doorgaans tot een voorspelbare stroom aan handel waarvan partijen zonder handelsrestricties kunnen profiteren. Lewis (2014) bevat een populaire behandeling hoe professionele handelaren gebruikmaken van voorspelbare handelsstromen van beleggers; Petajisto (2011) schat de verborgen kosten van het aanhouden van een passieve benchmarkstrategie op de S&P 500 (door middel van indexfondsen) op 21 tot 28 basispunten per jaar. Naast een ander proces voor benchmarking kunnen deze kosten ook worden voorkomen door het aanhouden van meer geconcentreerde, strategisch georiënteerde aandelenportefeuilles die slechts sporadisch van samenstelling worden veranderd.

4. Best practices

- Met de aanbevelingen van dit hoofdstuk kunnen pensioenfondsen benchmarks voor hun beleggingen beter laten aansluiten op hun strategie. Het gebruik van een geïntegreerde benchmark voor verplichtingen maakt de aansturing van de balans makkelijker en mogelijk goedkoper, terwijl beleggingsprestaties van managers beter kunnen worden beoordeeld. Een soortgelijk voordeel kan worden

gerealiseerd door in de risicodragende portefeuille rekening te houden met beschikbare risicofactoren.

- Uiteindelijk leiden deze aanbevelingen tot een beter geïnformeerd oordeel over de prestaties van vermogensbeheerders. En dat is nu precies waarvoor benchmarks oorspronkelijk bedoeld zijn.

5. Meer lezen? Literatuur

Nicholas Barberis and Ming Huang (2001), 'Mental Accounting, Loss Aversion and Individual Stock Returns', *Journal of Finance* 56, p. 1247-1292.

David Blitz (Spring 2012), 'Strategic Allocation to Premiums in the Equity Market', *Journal of Index Investing*, p. 42-49.

Eugene F. Fama & Kenneth R. French (1992), 'The Cross-Section of Expected Stock Returns', *The Journal of Finance* 47(2), P. 427-465.

Roger G. Ibbotson, Peng Chen & Kevin X. Zhu (2011), 'The ABC of Hedge Funds: Alphas, Betas and Costs', *Financial Analysts Journal* 67(1), p. 15-25.

Michael Lewis (2014), *Flash Boys: A Wall Street Revolt*, New York: W.W. Norton & Company.

Antti Petajisto (2011), 'The Index Premium and its Hidden Costs for Index Funds', *Journal of Empirical Finance* 18 (2), p. 271-288.

Bart Oldenkamp

Dr. Bart Oldenkamp is verantwoordelijk voor Integrated Client Solutions bij NN Investment Partners. Daarnaast is hij niet-uitvoerend bestuurslid bij het Spoorwegpensioenfonds, wetenschappelijk directeur van het Certified Pensioenexecutive programma aan de Erasmus School of Accounting and Assurance en lid van de raad van advies van SPO. Hiervoor was Bart directeur van Cardano Nederland. Bart is gepromoveerd aan de Erasmus Universiteit Rotterdam met een proefschrift over derivaten in portfolio management.

AFKORTINGENLIJST

A		L	
ABP	Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds	LBO	leveraged buy-out
ABTN	Actuariële en Bedrijfstechnische Nota	M	
ACM	Autoriteit Consument & Markt	MKB	Midden- en Kleinbedrijven
AFM	Autoriteit Financiële Markten	MITT	Mode-, Interieur-, Tapijt- en Textielindustrie
ALM	Asset Liability Management	MVB	Maatschappelijk Verantwoord Beleggen
AOW	Algemene Ouderdomswet	N	
C		nFTK	nieuw Financieel Toetsingskader
CAPM	Capital Asset Pricing Model	P	
CBL	Commissie Beleggingen	PFZW	Pensioenfonds Zorg en Welzijn
CFA	Chartered Financial Analyst	PME	Pensioenfonds van de Metalektro
CTA	Commodity Trading Advisor	PMT	Pensioenfonds Metaal & Techniek
D		PW	Pensioenwet
DB	Defined Benefit	S	
DC	Defined Contribution	SLA	Service Level Agreement
DNB	De Nederlandsche Bank	T	
E		TAA	Tactische Assetallocatie
ECB	Europese Centrale Bank	U	
ETF	Exchange Traded Fund	UCLA	University of California, Los Angeles
F		UFR	Ultimate Forward Rate
FPP	Fiduciair Platform PMT	UPO	Uniform Pensioenoverzicht
FTK	Financieel Toetsingskader	V	
G		VBDO	Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling
GIF	Great Intellectual Fraud	VEV	Vereist Eigen Vermogen
GP	General Partnership	VPV	Voorzieningen Pensioenverplichtingen
I		V	
IORP	Institution for Occupational Retirement Provision (IORP-richtlijn)	Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling	
IRM	Integraal Risicomanagement	Vereist Eigen Vermogen	
IRR	Internal Rate of Return	Voorzieningen Pensioenverplichtingen	
K		V	
KPI	Key Performance Indicator	Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling	