

Het toezicht op pensioenbeleggingen kan beter

De VBA wil het toezicht op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen verbeteren. Dat maakten Hans de Ruiter en Niels Kortleve duidelijk toen zij op 22 februari het rapport “Toezicht op Pensioenbeleggingen” aanboden aan Jean Frijns, voorzitter van de commissie die minister Donner adviseerde over het beleggingsbeleid van pensioenfondsen en aan Dirk Broeders, projectleider evaluatie FTK bij DNB.

Het zelfonderzoek van de pensioensector is op stoom. De directe aanleiding hiervoor is de financiële crisis van 2008, de ‘annus horribilis’ voor pensioenfondsen, waar dekkingsgraden met tientallen procentpunten achteruitholden, en bestuurders moesten constateren dat de mogelijkheid tot (bij)sturing er niet was. Toezicht, beleggingsbeleid en pensioenregeling bleken in extreme marktomstandigheden elkaar negatief te versterken. Minister Donner van Sociale Zaken en Werkgelegenheid kondigde in mei 2009 meerdere onderzoeken aan naar het pensioenbeleid. De commissie Don onderzocht welke parameters pensioenfondsen mogen hanteren

voor de belangrijkste beleggingscategorieën, rente, loon- en prijsinflatie.

De commissie Frijns analyseerde op welke wijze het beleggingsbeleid en het risicobeheer bij fondsen zich heeft ontwikkeld, en deed aanbevelingen voor beleggingsbeleid en risicobeheer. Risicokaders mogen explicieter, beleggingen en risicomangement moet niet gebaseerd worden op lange termijn gemiddelde rendementen, en het bestuur moet beter onderbouwen wat zij wel en niet van vermogensbeheer verwacht, anders zijn implementatieverliezen onvermijdelijk. Tevens breekt de commissie een lans voor een reëel kader.

Niels Kortleve
(l) en Hans
de Ruiter (r)

Interviewer
Alfred Slager



De commissie Goudswaard ten slotte onderzocht de houdbaarheid van het pensioenstelsel, waarbij een lans wordt gebroken voor collectieve pensioencontacten met reële, in plaats van nominale afspraken, en meer onzekerheid en risicodeling.

De directe aanleiding voor het VBA rapport "Het Toezicht op Pensioenbeleggingen" is de evaluatie van de parameters van de commissie Don. Het belangrijkste gedeelte van het rapport doet aanbevelingen voor het financieel toetsingskader (FTK). De werkgroep analyseert de verschillende beleggingscategorieën en becijfert rendements- en risicokarakteristieken. Daarnaast haakt het rapport gedeeltelijk in op de onderwerpen die de andere door minister Donner ingestelde commissie aansnijden, zoals risicomangement en governance. Niels Kortleve (PGGM, voorzitter ALM commissie VBA) en Hans de Ruiters (Pensioenfonds Hoogovens, voorzitter bestuur VBA), stelden met zeven VBA commissieleden het rapport op.

De VBA publiceert zelden een speciaal rapport. Dan is er wat aan de hand.

Niels: We hebben wel eerder rapporten gepubliceerd, maar dan als VBA katern en er geen ruchtbaarheid aan gegeven en we hebben wel eens gereageerd op consultaties door DNB. Met dit rapport zoeken we bewust het publieke debat. Wij willen het toezicht op pensioenfonds verder verbeteren, met daarin de Pensioenwet en FTK als belangrijkste onderdelen. Voor de duidelijkheid: je hoort ons niet zeggen dat het FTK op de schop moet. In tegendeel. Het FTK is op veel punten zeer adequaat en in het buitenland wordt het Nederlands pensioenstelsel en toezicht vaak geroemd. We zijn simpelweg een paar jaar verder, hebben een goede crisis als stresstest achter de kiezen, wat een mooi moment is om te evalueren.

De verwachte rendementen in het VBA rapport zijn over het algemeen positiever dan die van de commissie Don. Is hier sprake van de slager die zijn eigen vlees keurt?

Niels: Dat zou ons inderdaad tegengeworpen kunnen worden. Tegelijkertijd is dit ons vakgebied. We zouden als geen ander in staat moeten zijn om de verwachtingen en onzekerheden omtrent beleggingscategorieën te benoemen.

Hans: Onze rendementsschattingen zijn niet perse hoger. Wat ons opviel was dat de commissie Don in haar uitwerking van risicopremies beleggingscategorieën clustert. Daarnaast kiest zij voor puntschattin-

gen. Dat is een kwantitatieve, bijna deterministische benadering van de wereld. Ik vind het niet verbazingwekkend dat de commissie er niet is uitgekomen en een verdeeld advies heeft gegeven. Risicopremies zijn tijds- en contextafhankelijk, en dat is een krachtige nuance die in ons rapport tevoorschijn komt.

Niels: Om een voorbeeld te geven, als je er vanuit gaat dat aandelenrendement op lange termijn tenderen naar een gemiddelde, dan is het logisch te veronderstellen dat na de sterke koersdalingen in 2008 en een negatieve risicopremie over de periode 2000-2009, vanaf 2010 de te verdienen risicopremie op aandelen weer een tandje naar boven kan worden bijgesteld. Onze analyses zijn daarom genuanceerder, en staan ook dicht bij de beleggingspraktijk.

Hans: Een nadeel van clusteren is verder dat het kind met het badwater wordt weggegooid. Hedgefondsstrategieën en private equity strategieën kunnen uiteenlopend worden ingevuld. Je hoeft de literatuur er maar op na te slaan om te zien dat de keuze voor een onderliggende strategie een wereld van verschil uitmaakt in termen van rendement en risico. De commissie Don is hieraan voorbij gegaan. Door te clusteren en een gemiddelde te prikken creëer je eigenlijk valse verwachtingen.

Nuances en keuzes in rendements- en risicoverwachtingen. Daar zit een pensioenbestuurder op te wachten?

Niels: Juist wel. Bewuste keuzes maken, of bewust afwijken van standaardparameters kan een sterk instrument zijn in de aansturing van een pensioenfonds. Neem bijvoorbeeld zoals de private equity-risicopremie. In onze analyse komen wij op een netto maximale risicopremie tussen de 3 en 5,5 procent bovenop de lange rente. Bestuurders moeten zich de rendementsverwachtingen eigen maken, koppelen aan wat hun eigen organisatie kan, en wat past. Uitgangspunt is de ondergrens van 3 procent voor de formulering van beleid. Als het fonds werkt met interne risicomodellen, een gefundeerde analyse kan geven waarom de risicopremie 5,5 procent moet zijn, dan zou de bovengrens in beleid kunnen worden toegepast. Een pensioenfonds moet dan bijvoorbeeld wel voldoende aannemelijk maken dat gegeven haar ervaring, haar toegang tot goede private equity fondsen, haar eigen mogelijkheden de strategieën effectief te implementeren, en de eigen verdeling over venture capital en buyouts een hogere risicopremie gerechtvaardigd is. Zeg maar een 'comply or explain'

Kader: Aanbevelingen VBA voor het toezicht op pensioenbeleggingen

Aanbeveling	Toelichting
1. Gebruik marktwaarde voor de huidige waardering van de (onvoorwaardelijke) verplichtingen	Invoering van marktwaarde bij het FTK is een goede keuze waaraan vastgehouden moet worden. Marktwaardering geeft inzicht in de werkelijke waarde van de verplichtingen en beperkt de mogelijkheden om de financiële situatie rooskleuriger voor te stellen
2. Handhaaf de keuze van de discountingscurve (de swapcurve)	De swapcurve is de curve waarop alle obligaties worden geprijsd, ook de staatsobligaties met een goede reden. Alleen in uitzonderlijke gevallen kan van deze curve als verdisconteringcurve worden afgeweken.
3. Hanteer geen smoothing op input, maar wel demping van markteffecten in beleid	Voorkom wan van van de dag. Schokken in marktwaardes moeten niet worden aangepast door andere rekenmethodes, maar opgevangen worden in beleid, door bijvoorbeeld pas een (reserve) tekort vast te stellen na drie achtereenvolgende kwartalen van een tekort.
4. Ga voor beleid uit van langetermijnevenwichtswaarden (ook voor verplichtingen)	De lange termijnambitie van een pensioenfonds moet niet onnodig gehinderd worden door kortetermijn dynamiek. Marktwaardering (aanbeveling 1) voorkomt dat kortetermijn problemen vooruit worden geschoven.
5. Leg in het toezicht meer nadruk op de lange termijn en de reële ambitie	Verleg de focus in het toezicht op de lange termijn (continuïteitsanalyse) in plaats van op de korte termijn (solvabiliteitstoets). Als fondsen meer nadruk leggen op hun reële ambitie (en dus reële dekkinggraad), dan mogen zij in het toezicht daarop meer beoordeeld worden dan het nominale kader.
6. Hanteer meetkundige rendementen	Meetkundige rendementen geven inzicht in de lange termijn vermogensopbouw, daar zijn de deelnemers van een pensioenfonds in geïnteresseerd. Bovendien verwerken meetkundige rendementen beter risico's.
7. Differentieer toezicht afhankelijk van fondskarakteristieken	Kies niet voor een standaardbeleid maar maak onderscheid naar bijvoorbeeld jonge fondsen, fondsen in een afbouwfase, alsook de marktomstandigheden. Een jong fonds met een sterke sponsor heeft een kortere hersteltermijn nodig dan een pensioenfonds met beperkte herstelkracht. Pas ook de buffervereisten aan de marktomstandigheden. Het FTK dwingt tot 'buy high, sell low'.
8. Leg als pensioenfonds de beleggingsbeingsels vast	Zet een standaard waarmee belanghebbenden en toezichthouders het gevoerde beleid kunnen toetsen. Communiceer duidelijk de risicohouding, beleggingsfilosofie en beleggingsstijl van het pensioenfonds.
9. Leg meer nadruk op risicomangement en interne modellen	Pensioenfondsen leunen te sterk op het standaardmodel, terwijl de opzet van het FTK was dat fondsen eigen modellen zouden kunnen ontwikkelen. Met een (partieel) intern model kan een pensioenfonds risico's modelleren zoals zij deze ziet, en de focus leggen op de omstandigheden die het beste bij het fonds passen.
10. Schrap de verplichte reservering voor voorwaardelijke elementen die afhangen van de financiële positie	Verplicht reserveren voor risico's buiten het fonds om (zoals inflatie, rente, of een beursindex) is redelijk. Het is ongewenst dat een fonds verplicht moet reserveren voor bijvoorbeeld een indexatiestafel waar onvoorwaardelijk aan vast wordt gehouden. Pensioenfondsen moeten hierdoor onnodig vage pensioencontracten opstellen.

voor parameters. Daarmee doe je dan ook recht aan eigen beleid en specifieke fondskarakteristieken.

De commissie Frijns onderzoekt beleggingsbeleid en benadrukt de verliezen die pensioenfondsen lopen in de implementatie en vermogensbeheer. Dat kan de VBA beroepsgroep zich aantrekken.

Hans: Wij hebben ons rapport opgesteld zonder dat we wisten met welke conclusies de commissie Frijns zou komen. Als ik de twee rapporten naast elkaar zou leggen dan pakken wij thema's op die ook prominent in het commissierapport tevoorschijn komen. We leggen sterk accent op eigen verantwoordelijkheid in beleidsbepaling en risicomangement, vooral de interne modellering.

Niels: Het VBA rapport benadrukt dat een pensioenfonds binnen grenzen zelf zijn parameters mag kiezen. Onze insteek is dat het inrichten, doordenken en

sturen op de risico's een randvoorwaarde is voor je er aan begint. De bandbreedte van parameters wordt groter naarmate de belegging alternatiever wordt. Dit verhoogt de bewijslast voor het fonds: kan het aannemelijk maken meer te verdienen dan de minimum parameters qua implementatie en risicomangement? Dan is het opeens een heldere vraag geworden – zijn de baten hoger dan de (governance) kosten, gegeven de verwachte rendements/risicoverhouding? Fondsen moeten, net als normale ondernemingen, bepalen waar ze hun resources en skills inzetten. Eigen verantwoordelijkheid en ruimte voor andere beleidskeuzes en risicomodellering zijn daarom belangrijke winst in de doorontwikkeling van het FTK.

Het VBA rapport "Het Toezicht op Pensioenbeleggingen" is te downloaden op http://www.nvba.nl/data/docs/748_5700.pdf.