

Brug tussen bestuur en belegger: het strategisch beleggingskader van Pensioenfonds Metaal en Techniek

Auteurs

Lars van Dort (l),
Inge van den Doel (m) en
Jeroen Trip (r)

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 consequenties. Om de brug naar de belegger goed te kunnen maken, moet het bestuur eerst zelf goed weten wat het wil en dit ook vastleggen. Een bestuur dat zich niet goed wil of kan uitspreken, kan niet verwachten dat er een verstandhouding met de belegger wordt gerealiseerd.

Nieuw kader

Het Pensioenfonds Metaal en Techniek (PMT) heeft een nieuw beleggingskader opgesteld als onderdeel van een volledige herijking van het strategisch beleggingsbeleid voor 2015-2020. Voor deze herijking waren er twee grote aanleidingen. Ten eerste de nieuwe pensioenregeling voor de metaal en techniek en de metaalektro. Ten tweede de invoering van het nieuwe Financieel Toetsingskader (FTK). Onder het nieuwe FTK blijft de open

prudent person norm het uitgangspunt. Dit betekent dat het pensioenfonds vanuit eigen overtuigingen richting moet bepalen om invulling te geven aan de norm, binnen de kaders van het toezicht.

PMT heeft de herijking van het strategisch beleggingsbeleid ook aangegrepen om de uitlegbaarheid aan deelnemers te verhogen en te kunnen laten zien: zo belegt PMT uw premie. Daarbij bestaat niet de intentie om de deelnemer op een te



specialistisch niveau aan te spreken. Maar er is geen reden om de deelnemer te onderschatten: het delen van een helder document waarin PMT de uitgangspunten van zijn beleggingsbeleid heeft neergelegd, voorziet in een behoefte.

Daarnaast wilde PMT meer gebruik maken van overtuigingen en beginselen, in plaats van overmatig leunen op cijfers en kansen. Deze ambitie geeft al aan dat deze aanpak veel meer omvat dan het uitvoeren van een klassieke ALM studie, waaruit een beleggingsmix rolt.

Het voltallige bestuur van PMT heeft vanaf november 2014 tot en met juni 2015 gewerkt aan de herijking van het strategisch beleggingsbeleid, ondersteund door het bestuursbureau en fiduciair beheerder MN. Dit artikel bespreekt een gedeelte van de resultaten daarvan: het strategisch beleggingskader.²

Piramide

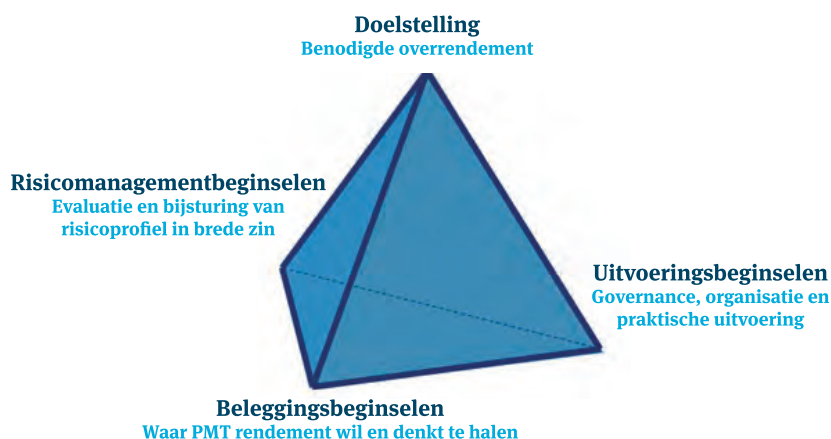
PMT heeft het beleggingskader ingericht aan de hand van de 'piramide' (Figuur 1). De piramide is een schematische weergave van het idee dat een modern, compleet beleggingskader zich op samenhangende wijze uitsprekt over een viertal elementen.

Bovenaan in de piramide staat de doelstelling. Elk pensioenfonds kan zijn doelstelling anders formuleren. Meteen duidelijk is dat een pensioenfonds vanuit de primaire taak een financiële doelstelling heeft. Maar een pensioenfonds kan zijn doelstelling ook breder definiëren, vanwege de voorkeuren van deelnemers en om de *license to operate* te kunnen behouden.

Doelstelling

Het PMT bestuur heeft, naast de financiële doelstelling, zes mogelijke niet-financiële onderdelen van de doelstelling benoemd en afgewogen. Dit zijn: verantwoord beleggen, beleggen in Nederland, kosten, complexiteit, uitlegbaarheid en transparantie. Als het bestuur een niet-financieel aspect tot de doelstelling verheft, heeft dit verregaande gevolgen voor het beleggingsbeleid. Dit betekent dat het op gelijkwaardige voet wordt afgewogen tegenover de financiële doelstelling. PMT heeft zorgvuldig bekeken wat dit voor elk aspect zou betekenen. Zo betekent het opnemen van kosten als doelstelling dat een categorie als private equity waarschijnlijk af zou vallen als bouwblok voor de beleggingsmix. Immers, als kosten een van de doelen is waarop gestuurd wordt, dan ligt het niet voor de hand om deze dure categorie in de portefeuille te hebben. Private equity biedt PMT echter meerwaarde in termen van rendement-risico en het niet meer opnemen van de categorie alleen vanuit kostenpunt was het PMT niet waard, dit ondanks het grote belang dat het bestuur hecht aan lage kosten en kostenbeheersing. Door de consequenties van deze keuze te verkennen werd duidelijk dat het onderwerp kosten niet op het niveau van de

Figuur 1: De piramide van het strategisch beleggingskader



doelstelling hoort, maar meer randvoorwaardelijk is. Uiteindelijk heeft het bestuur alleen voor een financiële doelstelling gekozen. De zes niet-financiële thema's hebben een prominente plek in de rest van het kader gekregen. De discussie die het bestuur over de thema's heeft gevoerd, gaf daarbij richting over de manier waarop. Voor kosten heeft PMT als een van de beginselen opgenomen dat deze in relatie dienen te staan tot de meerwaarde van de beleggingen. Dit slaat een brug naar de belegger, omdat deze zo kan bepalen hoe PMT aankijkt tegen kosten.

PMT heeft ervoor gekozen om een concreet overrendement centraal te stellen

Vervolgens resteert de vraag hoe de financiële doelstelling te formuleren. PMT heeft ervoor gekozen om een concreet overrendement centraal te stellen. Het overrendement is het rendement van de beleggingen bovenop de marktwaardeverandering van de verplichtingen. Dit is nieuw vanuit twee perspectieven. De meeste pensioenfondsen gebruiken absolute rendementen en vrijwel geen fonds specificeert het rendementsdoel.

PMT richt de beleggingsmix in op een lange termijn overrendement van 1,5%. Gegeven de vaste premie is 1,5% overrendement nodig om de geformuleerde pensioenambitie te kunnen halen. Hoewel het benodigde overrendement een afhankelijkheid kent met de dekkingsgraad, is de zone waar 1,5% valide is dusdanig groot dat een bestendig beleid gevoerd kan worden. Het benodigd overrendement is vooral afhankelijk van de premiestelling, de indexatieambitie en het deelnemersbestand. Met andere woorden, het benodigde overrendement dient pas veranderd te worden bij een majeure wijziging in de aard van het fonds. PMT heeft vastgesteld op basis van eigen data vanaf 1967

dat het in het verleden dit overrendement heeft behaald.

Het gekozen overrendement is bepalend voor het risicoprofiel. Dit valt binnen de grenzen van de risicohouding. De doelstelling heeft nadrukkelijk de lange termijn als horizon. Het is niet de bedoeling om na een zeer goed jaar het risicoprofiel direct te verlagen (of na een zeer slecht jaar te verhogen). Een dergelijke aanpassing van het risicoprofiel zou een keuze voor een nieuwe doelstelling impliceren. Ondanks de lange horizon wordt het behalen van de doelstelling wel frequent geëvalueerd.

Richting beleggers helpt het om een uitgesproken rendementsdoel te hebben. Van elke titel in de portefeuille moet kunnen worden uitgelegd hoe deze bijdraagt aan het behalen van het rendementsdoel. Ook richting deelnemers kunnen veel beleggingsbeslissingen uitgelegd worden met de doelstelling van 1,5% overrendement.

Gebruik van beginselen

Een pensioenfonds kan op veel manieren een beleggingsportefeuille inrichten die een lange termijn verwacht overrendement van 1,5% haalt. Om nog meer richting te geven heeft het bestuur drie typen beginselen vastgesteld:

- Beleggingsbeginselen (investment beliefs): deze leggen vast waar het pensioenfonds 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 (policy beliefs): deze leggen de governance, organisatie en praktische uitvoering van het beleggingsproces vast.
- Risicomanagementbeginselen: deze leggen de werkwijze rond het evalueren en bijsturen van het risicoprofiel van de beleggingsportefeuille vast.

Bij de aansturing van de portefeuille helpen de clusterrollen en -kenmerken in het slaan van een brug

Het hanteren van beleggingsbeginselen is al langer een gebruik in de pensioensector. Het standaardwerk van Kees Koedijk en Alfred Slager (2011)³ is daar een aanjager voor geweest. Een belangrijke innovatie en krachtig onderdeel van het beleggingskader van PMT is om daarnaast ook uitvoeringsbeginselen te hanteren. Waar de beleggingsbeginselen nog het karakter van een theoretische exercitie kunnen hebben, zit de crux uiteindelijk in hoe deze uitwerking krijgen in de organisatie en praktische uitvoering van het beleggingsproces.

Beleggingsbeginselen

Voor PMT is leidend dat de drijfveer van lange termijn waardecreatie achterliggende economische activiteit is. Dit wijst op een affiniteit met de reële economie. Dit beginsel slaat een brug naar beleggers, omdat het duidelijk maakt dat PMT op strategisch niveau geen plaats ziet voor een product dat deze relatie met economische activiteit niet heeft. Een belegging in grondstoffen via futures maakt bijvoorbeeld geen kans. Het aanhouden van een positie in grondstoffen creëert op zichzelf niets en ontplooit geen economische activiteit. Er wordt vooral een prijsstijging beoogd. Ook hedge funds hebben het door dit beginsel lastig. PMT belegt niet meer in beide categorieën. Het beginsel past goed bij de identiteit van PMT als grootste fonds voor de marktsector.

PMT gelooft in twee fundamentele rendementsbronnen: er zijn premies te verdienen voor het aangaan van kredietrisico en eigendomsrisico. In andere woorden: het verstrekken van vreemd vermogen, dan wel het bezitten van ondernemingen (eigen vermogen) of andere zaken. Daarnaast bestaat er een vergoeding voor illiquiditeit, al is deze niet zelfstandig investeerbaar maar altijd bovenop een rendementsbron. Onderhandse leningen bevatten bijvoorbeeld een vergoeding voor illiquiditeit bovenop een kredietrisicopremie. PMT vindt dat renterisico en valutarisico juist niet worden beloond, wat de basis vormt om deze risico's af te dekken. Dit hoeft overigens geen 100% afdekking te zijn. Deze afwijking van 100% wordt niet gedreven door sterke visie, maar door overwegingen als de mate van impact van de afdekking, andere risico's, beheersbaarheid en kosten.

Uitvoeringsbeginselen

De uitvoeringsbeginselen leggen de governance, organisatie en praktische uitvoering van het beleggingsproces vast. Dit begint bij de inrichting en aansturing van de portefeuille. Bij de inrichting kiest PMT voor een gelaagde top-down structuur zoals weergegeven in figuur 2.

Op het hoogste niveau is de portefeuille conceptueel opgedeeld in een matching- en returnportefeuille. Het doel van de matchingportefeuille is het repliceren van de waardeverandering van de verplichtingen. Het doel van de returnportefeuille is het genereren van overrendement. Het hebben van een matchingportefeuille met een eigen doelstelling draagt bij aan de brug: hieruit kan de belegger afleiden dat deze overwegend renterisico moet kennen en maar een beperkte mate van spreadrisico. Hierdoor past een voorstel om Griekse staatsobligaties hierin op te nemen niet. Alleen de meest kredietwaardige landen komen in aanmerking.

Vernieuwend is dat PMT op niveau 2 werkt met drie vermogensclusters in de returnportefeuille. Het denken in clusters is een manier om de controle op de portefeuille te verstevigen. Daarnaast biedt het een denkraam om besluitvorming te

structureren. Een cluster heeft een eigen rol in de portefeuille en daarbij passende kenmerken. Het cluster aandelen is de kern: daar moet het meeste rendement vandaan komen. Dit bestaat zowel uit beursgenoteerde aandelen als private equity. De clusters hoogrentende waarden en onroerend goed hebben de rol van risicospreider. Voor hoogrentend betekent dit dat met dit cluster een wat lager verwacht overrendement en risico dan voor aandelen wordt beoogd. Voor onroerend goed is dat nog iets lager. Deze positionering helpt de belegger bij de inrichtingskeuzes voor de clusters. Voor onroerend goed betekent dit bijvoorbeeld dat alleen *core* beleggingen in aanmerking komen. Deze zijn gericht op het ontvangen van stabiele kasstromen uit huur. Objecten met significante ontwikkelrisico's passen niet goed.

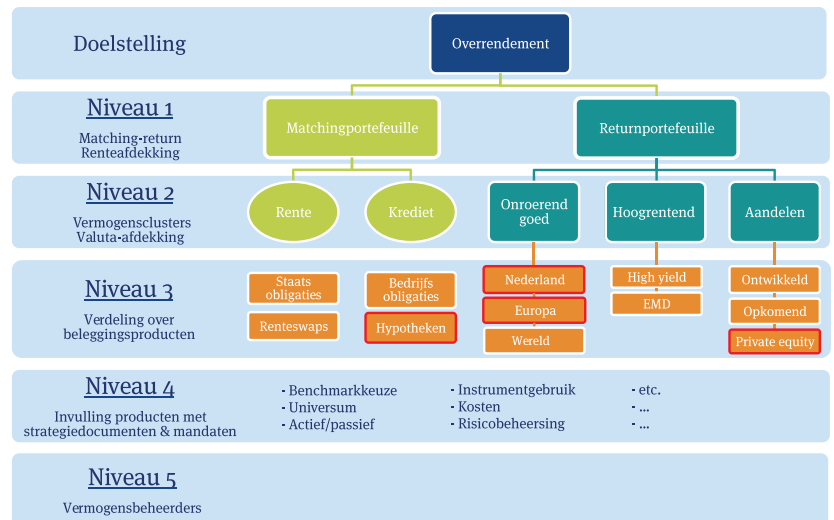
Een voorbeeld van het gebruik van clusters is het beoordelen van infrastructuurbeleggingen. Deze vormen een heterogene groep en kunnen in de taal van PMT niet als één beleggingscategorie worden gezien. Het denken in clusters helpt om infrastructuur op basis van de kenmerken van de verschillende type beleggingen te ontleden. Zo past infrastructuur *debt* het best in de matchingportefeuille. Door de lange looptijd, het *investment grade* profiel en de rentecomponent kan het in potentie de waardeverandering van de verplichtingen repliceren. Infrastructuur *equity* valt weer onder te verdelen in zogenaamde *brownfield* en *greenfield* beleggingen. Brownfield blijkt dan te passen bij het cluster onroerend goed, vanwege het grotere accent op kasstromen. Dat geldt niet voor het meer risicovolle greenfield, dat veel meer lijkt op beleggingen in het cluster aandelen en op waardeontwikkeling is gericht. Uit deze analyse volgt dat infrastructuur brownfield beleggingen moeten concurreren met core onroerend goed. De belegger snapt zo dat het bestuur deze beleggingen zal beoordelen op het criterium of deze waarde aan de bestaande invulling van het cluster onroerend goed kunnen toevoegen.

PMT ziet een gestructureerde aansturing van de portefeuille als een goede manier om complexiteit te beheersen. Daarbij is belangrijk te weten hoe op elk niveau gestuurd wordt, op basis van welke factoren en wie welke verantwoordelijkheden heeft. Ook dit heeft PMT vastgelegd met als doel: *rigor without rigidity*. Deze afspraken vormen de kaders voor het dynamisch beleid. PMT voert expliciet geen tactisch beleid. Een voorstel dat zich baseert op begrippen als 'momentum' of 'flows' zal dus niet aanslaan.

Bij de aansturing van de portefeuille helpen de clusterrollen en -kenmerken in het slaan van een brug. Vroeger zou een belegger wellicht zeggen: high yield obligaties zijn duur, daarom moet u ze verkopen. Met een dergelijke losse observatie kan een bestuurder weinig. Nu kan de belegger zeggen: high yield obligaties passen niet meer bij de gestelde kenmerken van het cluster, waardoor deze zijn rol niet meer goed kan vervullen. Dit geeft de belegger

Figuur 2: Inrichting portefeuille op basis van vijf niveaus

Illiquide beleggingsproducten zijn met rood aangegeven



een manier om argumenten over de economische omgeving en financiële markten te structureren, op een wijze die aansluit bij het denkraam van bestuur en beleggingscommissie.

Risicomanagementbeginselen

De risicomanagementbeginselen maken de piramide compleet en leggen de werkwijze rond het evalueren en bijsturen van het risicoprofiel van de beleggingsportefeuille vast. Dit betekent bijvoorbeeld dat PMT niet meer risico neemt dan nodig voor het behalen van de doelstelling en dat risico moet worden beloond. Ook geven de beginselen aan welke indicatoren PMT hanteert voor het bewaken van het risicoprofiel. Zo wordt binnen de matchingportefeuille het renterisico gedecomposeerd naar niveau, helling en kromming van de rentecurve. Het kredietrisico wordt beoordeeld op basis van de Duration Times Spread (DTS) maatstaf. De brug naar de belegger wordt hier gemaakt, doordat deze zo kan begrijpen hoe PMT naar beleggingsrisico kijkt.

Conclusie

PMT heeft een nieuw strategisch beleggingskader opgesteld om de eigen overtuigingen expliciet te maken en de brug te slaan naar de belegger, die belangrijk is in de advisering en uitvoering. Dit leidt tot een uitlegbaar beleggingsbeleid met een concrete doelstelling, ondersteund door beginselen. Ook aan de betrokken deelnemer kan zo meer inzicht worden verschaft en beter verantwoording worden afgelegd. ■

Noten

- 1 Inge van den Doel is directeur Vermogensbeheer bij PMT, Jeroen Trip en Lars van Dort zijn adviseurs Beleidsvisie bij MN.
- 2 Het strategisch beleggingskader van PMT is te vinden op: www.bpmt.nl/beleggen/beleggingsbeleid.
- 3 Koedijk, Kees en Slager, Alfred, 2011, Beleggen met visie, Handboek voor beleggers, bestuurders en beslissers, Balans, Amsterdam.