

Simpeler en meer zekerheid

De Commissie Frijns en de Commissie Goudswaard hebben onlangs hun rapporten gepresenteerd.

In beide rapporten staan behartigenswaardige conclusies en aanbevelingen.

Volgens de Cie. Frijns is zo'n € 20 miljard aan beleggingen onnodig verloren gegaan. Dat komt neer op gemiddeld € 5 miljoen per pensioenfondsbestuurder. Relatief wellicht niet veel, maar absoluut gezien toch een fors bedrag dat als sneeuw voor de zon voorgoed is verdwenen. Per deelnemer en gepensioneerde komt dit onnodige verlies neer op gemiddeld ca. € 2.000. Voor menigeen een substantieel bedrag. Daarbovenop komen dan nog de veel grotere 'marktconforme' beleggingsverliezen.

Mij bekruipt wel eens het gevoel dat in de sector te laconiek met dit soort feiten wordt omgegaan. Er is op ruime schaal belegd in, voor de doorsnee bestuurder, ondoorzichtige producten waarvan de risico's pas later bleken. Niet voor niets is een van de hoofdconclusies van de Cie. Frijns 'Pensioenfondsen hebben structureel te weinig aandacht voor risicobeheer en het uitvoeren van het beleggingsbeleid'. Verdere professionalisering is dan ook hard nodig. Een simpel alternatief is om eenvoudigweg niet te beleggen in producten die men niet volledig begrijpt.

Los daarvan is gemeenschappelijke aanbeveling in beide rapporten om tot een reële ambitie en daarmee tot een reëel toetsingskader te komen. Dit dient van harte ondersteund te worden. Want de gemiddelde persoon is risico-avers. Men prefereert, zo blijkt uit onderzoek, liever minder met grote zekerheid boven meer met grote onzekerheid. Gekoerst dient dus te worden op meer zekerheid. Dus wat mij betreft is dat in de woorden van de Commissie Goudswaard 'een zekerder pensioen maar dan met een lagere ambitie'. Ik ben dan ook geen voorstander van de tweede oplossingsrichting van de Cie. Goudswaard om meer risico bij de deelnemers te leggen. Overigens zal door een meer prudent beleggingsbeleid en andere factoren, zoals hogere levensverwachting, de premie zonder ingrijpen sowieso stijgen!

Tot slot iets heel anders: de column Internationaal op pag. 8 en 9 in dit nummer is via plv. secretaris-generaal Aart Jan de Geus door de OECD verzorgd en daarom in het Engels. Een gelukkige vernieuwing of juist niet? Graag horen we weer uw mening via www.pensioenbestuurenmanagement.nl.



Dr. Carel Petersen



Pensioen Bestuur & Management is een onafhankelijk periodiek dat tot doel heeft een bijdrage te leveren aan de verdere professionalisering van de pensioensector. De auteurs die eraan meewerken schrijven hun artikelen op persoonlijke titel. Hun mening en visie worden niet noodzakelijkerwijs gedeeld door de redactie, maar hebben als oogmerk discussie op te roepen over onderwerpen die bestuur en management van collectieve pensioenregelingen raken. Dit zijn onderwerpen als premie- en financieeringsbeleid, beleggen, communicatie, pension fund governance, uitbesteden, besturing en organisatie, vergrijzing, Europa en deskundigheid.

Bij het verzamelen en verwerken van de informatie wordt de redelijkerwijs in acht te nemen zorgvuldigheid betracht.

Uitgever, redactie en medewerkers zijn niet aansprakelijk voor eventuele schade door fouten of onvolkomenheden in de informatie en de gevolgen van het gebruik daarvan. Indien het voornemen bestaat te handelen op basis van de informatie verdient het aanbeveling terzake deskundig advies in te winnen.

Thema: Beleggen en vermogensbeheer

10 Commissie Frijns

Pensioenfondsen zijn geen grote robuuste instellingen. Integendeel ze staan bloot aan grote risico's op het gebied van lang leven, inflatie, rente en aandelenmarkten. *Jean Frijns, Jan Nijssen en Bert Scholtens*

13 Reactie op rapport Commissie Frijns

De reserves zijn fors geslonken. Voorkomen moet worden dat het pensioenvermogen opnieuw een klap krijgt. Maar daarmee zijn we er nog niet. *Bert Bruggink*

14 Groot versus klein

De discussie over het succes van grote fondsen moet genuanceerd worden. *Lodewijk van Pol*

18 Oefen besluitvorming

Uit onderzoek blijkt dat pensioenfondsen teveel risico namen, waardoor ze in de problemen kwamen. *Peter Kraneveld*

21 Beleggen na de crisis

De pensioenbuffers vangen een eerste klap op, maar ze kunnen niet alle risico's absorberen. *Wouter Pelsler*

25 Deskundig bestuur

Het pensioenfonds heeft verschillende commissies. De taken ervan zijn in de praktijk uiteenlopend. *Ton Groeneveld*

31 Kritische grondhouding

DNB onderzocht het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Het blijkt dat bestuurders onvoldoende bewust zijn van de risico's. Met grote gevolgen. *Paulus Dijkstra, Margreet Schuit en Jurgen Willemsen*

DE TOEKOMST VAN ONS PENSIOENSTELSEL

12^e PBM Pensioensymposium. Donderdag 20 mei 2010
In het Kurhaus, Scheveningen

Op 20 mei 2010 worden de PBM COMMUNICATIEPRIJZEN voor de vierde maal uitgereikt. Denk nu vast na over uw inzending. Zie www.pensioenbestuurenmanagement.nl

34 Interview met Sylvester Eijffinger

Hij was een pleitbezorger voor een stevige code voor banken. Nu zijn de pensioenfondsen aan de beurt. *Gerard Krijnen*

en verder...

3 Hoofredactioneel

Simpeler en meer zekerheid *Carel Petersen*

5 Column

Veel voor weinig *Alfred Kool*

6 PFG

Jaarlijkse visitatie *Ernö Kalmár*

8 Internationaal

All pension systems have risks
Monika Queisser

9 Toezicht

Niet goed, geld terug *Dirk Broeders*

29 Fiduciair management

Zin en onzin *Anton van Nunen*

37 Stelsel

Nieuwe solidariteit
Jan Kuné

41 Bestuursvoorzitter

Verandering taken *William van Ettinger*

42 Evaluatie

Pensioen moet eenvoudiger *Leon Mooijman*

44 Intern toezicht

Luis in de pels
Mark de Wijs en Hannie Davelaar

46 Commissie Goudswaard

Stelsel onvoldoende toekomstbestendig
Reinoud van den Broek, Arnold Jager en Hans Rekker

49 Beleggen

Tips voor Nederland *Zvi Bodie*

51 Reactie

Reactie op Zvi Bodie
Sjoerd Lont en Hilko de Brouwer

52 Column

VIIIP *Lies van Rijssen en Roos Kuip*

53 Politiek

Interview met Jolande Sap Groen Links
Gerard Krijnen

57 Bespiegelingen

Risicobereidheid deelnemers *Jean Frijns*

58 Heet van de naald



Vertrouwen is de sleutel

Na de beurskrach van oktober 1929, ging het leven voor de gewone burger in de Verenigde Staten gewoon door. Logisch, slechts 2% van de bevolking was getroffen. Een jaar later gaf een winkelier uit de Bronx alsnog de genadeslag. Sinds dat moment staan de jaren dertig te boek als de grote depressie. Vertrouwen komt te voet... Wat betekent vertrouwen voor onze pensioenen?

Hoe zat het precies met die winkelier? Hij wilde de aandelen van zijn bank verkopen. Toen dit niet lukte vertelde hij dat boos aan zijn klanten en burens, met als resultaat een bankrun van meer dan 25.000 rekeninghouders. Binnen 24 uur was de bank failliet. Wat volgde was een domino-effect. Het vertrouwen in het banksysteem was weg.

Stapvoets

Terug naar nu. Wij zijn via kredietcrisis, financiële crisis en economische crisis beland in een 'pensioen-crisis'. Of niet? Als wij nu eens stapvoets ons pensioenvertrouwen herwinnen? Laten wij daarvoor de focus eerst eens richten op ons eigen land. Wat geeft vertrouwen?

1. Werkloosheid is 4%
2. Lage inflatie
3. Uitstekend scholingsstelsel
4. Stabiel overheidsstelsel
5. Pensioenakkoord tussen sociale partners
6. Pré- en vroegpensioen zijn gewist uit ons collectieve bewustzijn
7. Pensioenspaarpot van € 800 miljard

Nieuwe werkelijkheid

Natuurlijk, deze zeven punten alleen zullen onze toekomst niet gaan vormgeven. Daar is meer voor nodig zoals een aantrekkelijke economie, stijgende rente en een heldere uitwerking van het Pensioenakkoord. Maar vertrouwen, al komt het te voet, is wel de basis om aan de slag te gaan in onze pensioensector. De kunst is dus de genoemde vertrouwenspunten helder over het voetlicht te krijgen voor alle stakeholders. Ziedaar de uitdaging!



Dr. Reinoud van den Broek
Market Director Aon Hewitt Benelux



PENSIOEN BESTUUR & MANAGEMENT

Onafhankelijk periodiek voor de pensioensector
Jaargang 8 – nummer 2 – maart 2011

RAAD VAN ADVIES

Voorzitter: drs. M.W. (Maarten) Dijkshoorn AAG
Drs. J.A.G. (Jeroen) Steenvoorden (plv. voorzitter),
Psf. Medisch Specialisten
Prof. dr. C.G.E. (Guus) Boender, Ortec
Drs. R.C.J. (Reinoud) van den Broek, Aon Hewitt
Drs. R. (Ruud) Hagendijk, Mn Services
Drs. C.M.L. (Cateautje) Hijmans van den Bergh MBA,
Boer & Croon
Drs. H.A.L.M. (Harry) Hooijmans, ING
Mr. J.P.W. (Flip) Klopper, vh. DNB
Drs. L.A. (Arnout) Korteweg, Mercer
Mr.drs. Th.W. (Theo) Langejan, Nederlandse Zorgautoriteit
Mr. L. (Leon) Mooijman, AWWN
Drs. B. (Benne) van Popta, Psf. voor de Detailhandel en
Ver. van Bedrijfstakpensioenfondsen
Mr. F. (Frans) Prins, OPF
Drs. M.J. (Martin) van Rijn, PGGM
Mr. W. (Wijnanda) Rutten, Allen & Overy
Drs. M.H.A.C.J. (Mariëtte) Simons, Psf. SNS Reaal
J.H.G. (Hans) Sniijders, Syntus Achmea
A.H.M. (Guus) Wouters, Psf. Metaal en Techniek

REDACTIERAAD

Voorzitter: dr. C. (Carel) Petersen, Petersen Consult BV
Drs. V. (Vincent) van Bijleveld AAG, Towers Watson
Mr. K. (Karin) Bitter, Psf. Zorg en Welzijn
Drs. B.F.J. (Bruno) de Haas, Media Pensioen Diensten
G.R. (Gert) Kloosterboer, Vereniging van
Bedrijfstakpensioenfondsen
A.J.M. (Alfred) Kool MCC, Kool Baas & De Querelij
Prof. dr. J.B. (Jan) Kuné, ABP
Mr. L. (Leon) Mooijman, AWWN
Drs. J.C. (Joos) Nijtmans, Syntus Achmea Pensioenbeheer
E. (Elly) Ratsma, St. Psf. Atos Origin
Mr. W. (Wijnanda) Rutten, Allen & Overy
Drs. M.E.J. (Margreet) Schuit, DNB
Drs. J.A.G. (Jeroen) Steenvoorden, Psf. Medisch Specialisten
M. (Margreet) Verhoef, Psf. Equens

HOOFDREDACTIE Dr. Carel Petersen

VAKREDACTEUR Gerard Krijnen RA

ADVIES Alfred Kool MCC

EINDREDACTIE Cecile Lammes

VORMGEVING Hans Britsemmer

WEBMASTER Ingeborg van der Ende

DRUK A-D Druk BV, Zeist

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Roel Beetsma, Rik Bekkers, Muriël van den Berg, Jeroen van Bezooijen, Jaap Bikker, Bas van Boesschoten, Lex Bolwerk, Wim Boonstra, Frits Bosch, Wouter van den Brink, Reinoud van den Broek, Patrick Dunnewolt, Lex Draijer, Franck Erkens, Gert Frijters, Alexander van Haastrecht, Daan Heijting, Angelique Joosen, Cees Kemps, Harman Korte, Gerard Krijnen, Roos Kuip, Paul van der Marck, Kees van Rees, Martin van Rooijen, Margreet Schuit, Marjolijn Sol, Hein Stam, Toine van der Stee, Jeroen Trip, Kristin Vandenplas, Ronald Wuijster.

ABONNEMENTEN

Pensioen Bestuur & Management verschijnt eenmaal per kwartaal. Een abonnement kan op ieder gewenst moment ingaan en kost € 167,50 per jaar (excl. 6% btw), incl. publicaties in de PBM-dossierreeks. Voor collectieve abonnementen gelden gunstige voorwaarden. Zie www.pensioenbestuurenmanagement.nl voor een specificatie hiervan. U kunt zich abonneren via de website of telefonisch: (0575) 49 43 56. Verlenging van abonnementen vindt stilzwijgend plaats; opzegging dient twee maanden voordat het abonnement afloopt schriftelijk te geschieden. U wordt verzocht eventuele adreswijzigingen uiterlijk drie weken voor de verhuisdatum door te geven.

CORRESPONDENTIEADRES

Petersen Consult BV, Oude Larenseweg 73, 7214 PE Epse
Telefoon: (0575) 49 43 56 Fax: (0575) 49 41 28
E-mail: info@pensioenbestuurenmanagement.nl
website: www.pensioenbestuurenmanagement.nl

ISSN 1572-4735

©2010. Niets uit deze uitgave mag worden overgenomen of vermenigvuldigd, op welke wijze dan ook, zonder schriftelijke toestemming van Petersen Consult BV.

Langer doorwerken onontkoombaar

Probleem van ons pensioenstelsel

De meeste pensioenregelingen stammen uit de jaren vijftig van de vorige eeuw, net als de AOW. In die tijd werd uitgegaan van een pensioenleeftijd van 65 jaar. De Nederlander werd gemiddelde 72 jaar oud. En dat is nu anders.

Wim Boonstra
Chief Economist Rabobank

Voor het aanvullende pensioen zorgen de pensioenfondsen met als basis kapitaaldekking. De derde pijler bestaat uit aanvullende privé-spaarpotjes, vaak met fiscale ondersteuning. Het is vooral de omvang en vormgeving van de tweede pijler waarmee ons land zich van het buitenland onderscheidt (figuur 1). Afgemeten aan de omvang van het bruto binnenlands product (bbp), heeft geen enkel land ter wereld zo'n groot pensioenvermogen. Daarbij heeft ons stelsel ook nog eens een ingebouwde solidariteit. Vooral de impliciete solidariteit tussen mensen die relatief jong overlijden en zij die lang van hun pensioen mogen genieten, is vanuit macro-economisch oogpunt uiterst efficiënt. Het betekent dat je als collectiviteit met relatief lage buffers toch een hoge mate van zekerheid voor een tamelijk welvarende oude dag kunt bereiken. Zoals uit figuur 1 blijkt zijn er veel landen zonder noemenswaardige tweede pijler, zelfs landen die bekend staan als financieel degelijk, zoals Duitsland.

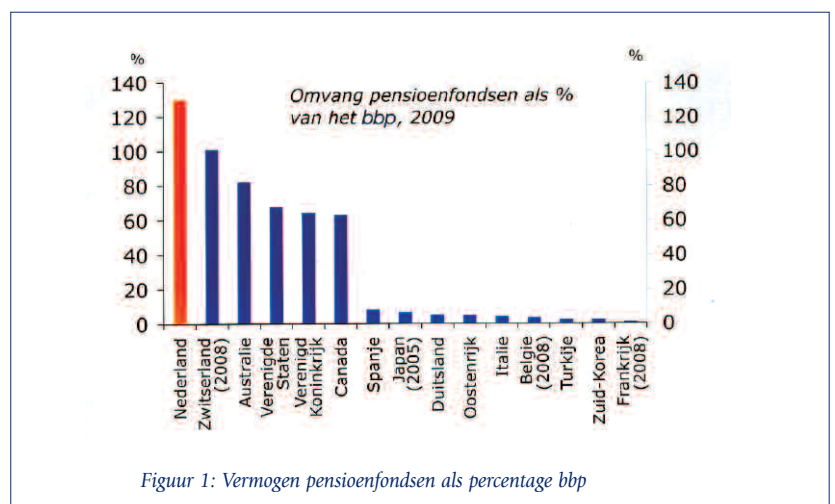
Dankzij ons pensioenstelsel is ons land van alle industrielanden wellicht het best voorbereid op de vergrijzing. Toch maken wij ons zorgen over de houdbaarheid van ons stel-

sel. Dat heeft objectief gesproken niet zoveel te maken met de kwaliteit van onze regelingen, maar met het hoge ambitieniveau. Recente ontwikkelingen hebben aangetoond dat dit ambitieniveau niet houdbaar is. In de loop van de afgelopen decennia is dit al geleidelijk neerwaarts bijgesteld, waarbij de meeste pensioenregelingen al zijn overgegaan van een eindloos- naar een middelloonregeling. Ook worden steeds meer 'defined benefit'-regelingen al of niet gedeeltelijk omgezet in 'defined contribution'-regelingen.

Pensioenakkoord

Zowel de AOW als de meeste pensioenregelingen stammen uit de jaren vijftig van de vorige eeuw. Zij

gingen uit van een pensioenleeftijd van 65 jaar met een resterende levensverwachting van gemiddeld zeven jaar. Dat is nu wezenlijk anders: steeds meer mensen bereiken de leeftijd van 65 jaar (én ze stoppen vaak al eerder met werken) en de levensverwachting ligt aanmerkelijk hoger. Alleen al op grond van deze gegevens is het wonderbaarlijk hoe lang het stelsel, vooral de AOW, naar behoren heeft gefunctioneerd. De discussie over hervorming van de AOW is al in de jaren tachtig gevoerd. Plannen om ook de AOW onder kapitaaldekking te brengen, zijn nooit serieus ter hand genomen. Een stelsel dat op meer financieringsvormen berust (omslag en kapitaaldekking) is waarschijnlijk stabiel. Maar doordat in de jaren negentig van de vorige eeuw een zoge-



Figuur 1: Vermogen pensioenfondsen als percentage bbp

naamd AOW-spaarfonds is opgericht, ontstond de illusie dat ook in de financiële last van oplopende AOW-kosten via kapitaaldekking was voorzien. Ten onrechte, want het AOW-spaarfonds heeft nooit echt geld bevat en is inmiddels weer opgeheven.

Recentelijk is de discussie over de houdbaarheid van het stelsel een nieuwe fase ingegaan doordat toezichthouder DNB een aantal pensioenfondsen heeft gemaand om in de lopende uitkeringen van gepensioneerden te snijden. Dat is niet verbazingwekkend. Ondanks de maatschappelijke weerstand zullen dit soort maatregelen ook voor de toekomst in het verschiet liggen. Zij vloeien namelijk rechtstreeks voort uit het pensioenakkoord dat de organisatie van werkgevers en werknemers in 2010 hebben gesloten. Dit akkoord is in de media breed uitgemeten, waarbij uiteraard de meeste aandacht uitging naar de conclusie dat de pensioengerechtigde leeftijd pas in 2020 moet worden verhoogd naar 66 jaar. Daarna wordt eens in de vijf jaar gekeken of verdere verhoging nodig is, met maximaal een jaar per keer. Stel dat door een medische doorbraak de levensverwachting het komende decennium met drie jaar stijgt, dan wordt dit pas op zijn vroegst in 2030 geheel verwerkt.

Onbetaalbaar

En het akkoord bevat meer. Het begint met een uitmuntende analyse van de pensioenproblematiek. Vooral de paragraaf 'een waarheid als een koe' in de bijlage verheldert veel. Die waarheid bestaat uit de tautologie 'de pensioenambitie is gelijk aan de betaalde premie plus de behaalde rendementen'. Dat begrijpt zelfs een kind, maar het is goed dat dit expliciet wordt gemaakt. Temeer omdat

het pensioenakkoord vervolgens messcherp de elementen van deze tautologie definieert. Ook worden de onderlinge verbanden op een heldere en transparante wijze uiteengezet. Het pensioenakkoord is een uitmuntend document, waarin veel materie helder uiteen wordt gezet. Het venijn zit hem dan ook niet in de analyse, maar in de conclusies en beleidsaanbevelingen. Al op bladzijde één van het akkoord staat de kern van de problematiek: 'in de eerste plaats leidt bij ongewijzigd beleid de stijgende levensverwachting tot een stilzwijgende verlenging van het aantal pensioenjaren'. De pensioenambitie loopt op waardoor de zaak uiteindelijk onbetaalbaar wordt als de rendementen niet steeds hoger worden en/of er niets wordt ondernomen. De auteurs constateren verder dat de pensioenpremies sinds 2000 al met 50% zijn gestegen en dat verdere stijging niet gewenst en niet effectief is. In de woorden van het rapport: 'het premie-instrument is bot geworden'. En als we niet langer willen doorwerken om hetzelfde pensioen op te bouwen komt dus de pensioenambitie zelf onder druk te staan. Eigenlijk leidt het pensioenakkoord maar tot één conclusie: in de toekomst worden deelnemers blootgesteld aan het beleggingsrisico: valt het tegen, dan wordt er geschrapt in de pensioenrechten.

LUSTRUM

5^e PBM Communicatieprijzen Meedingen naar een prestigieuze PBM Communicatieprijs?

Voor informatie mail met Alfred Kool, alfred@koolcc.nl
of bel 06 – 53 21 12 22
Of kijk op www.pensioenbestuurenmanagement.nl

De uiterste inzenddatum is 15 april 2011.



Mogelijkheden langer doorwerken

Wat het akkoord niet met zoveel woorden vertelt, is dat deze problematiek groter wordt naarmate langer wordt gewacht met het verhogen van de pensioengerechtigde leeftijd. Hoe eerder we beginnen met langer doorwerken, hoe beter. Helaas moeten we ook constateren dat we daar nog helemaal niet klaar voor zijn. De arbeidsmarkt voor ouderen functioneert niet goed. Werklozen van boven de vijftig vinden moeilijk werk. Dit probleem is al heel lang bekend en het wordt nijpender naarmate er meer oudere werknemers zijn die langer moeten doorwerken. Het is hoog tijd dat de overheid beleid in gang zet om de werking van de arbeidsmarkt voor ouderen te verbeteren. Want het is nog maar de vraag of bij de huidige arbeidsmarkt een verhoging van de pensioengerechtigde leeftijd zich daadwerkelijk gaat vertalen in een substantiële verhoging van de effectieve uittreedleeftijd.

Maar ondanks de urgentie is het een troostende gedachte dat het in ons land in vergelijking met ons omliggende landen nog steeds om een luxevraagstuk gaat. Al zal dat voor gepensioneerden die hun koopkracht zien dalen een schrale troost zijn. ■

Daarom is het Nederlandse stelsel goed

De wijzen komen niet uit het westen

In de internationale pers is er steeds meer aandacht voor de tekorten in de pensioenregelingen van Amerikaanse lagere overheden. Tijd dus om daar eens dieper in te duiken.

Bas van Boeschoten

Principal International Benefits
Consulting Mercer (Nederland) B.V.

“The trillion dollar gap”, dat is de titel van een rapport dat zo’n jaar geleden gepubliceerd is en handelt over de tekorten in de pensioenstelsels van de staten in de USA. Een ander recent rapport getiteld “The impact of public pensions on state and local budgets” geeft aan dat door deze tekorten het deel van het totale budget van de Amerikaanse staten en lagere overheden voor de pensioenen en dekking van ziektekosten na pensionering van hun werknemers kan stijgen van zo’n 4% nu naar 9% tot 12% over een paar jaar. Een belastingverhoging om dit soort kostenstijgingen te dekken zal niet in goede aarde vallen. In deze column betoog ik, aan de hand van het Amerikaanse voorbeeld, waarom het Nederlandse pensioenstelsel goed is.

Eerst nog wat informatie over de situatie in de USA. Degenen die vermoeden dat deze ‘trillion dollar gap’ een cijfer is met 18 nullen, kan ik geruststellen. Het zijn er slechts 12, ofwel het gaat om een tekort van duizend miljard dollar. De dekingsgraad is circa 70%. Veelal, in tegenstelling tot Nederland, met

ingebakken inflatiecorrectie maar tegen een veel hogere discontovoet. De geschetste problemen roepen de vraag op hoe de USA als geheel gescoord heeft in de Melbourne Mercer Global Pension Index op het subonderdeel sustainability, ofwel houdbaarheid. Of het hoopvol is dat de USA plaats 6 van de 14 haalt, is de vraag. Als grootste bedreiging voor de houdbaarheid van het USA-pensioenstelsel wordt namelijk de enorme staatsschuld genoemd. USA



heeft met de opgelopen staatsschuld en een opgelopen pensioentekort al gedubbeldipt, maar dat zien we nog niet terug in de macro-economische cijfers.

Het vermelde pensioentekort voor de Amerikaanse lagere overheden is berekend op basis van een rentevoet van circa 7,5%. Dat is het verwachte rendement op de beleggingen die de betreffende fondsen aanhouden. Het is op zich al opmerkelijk dat deze rentevoet boven het niveau ligt dat Amerikaanse bedrijven mogen gebruiken voor de accounting van hun pensioenregelingen. Die rente is namelijk gelijk aan de ons bekende rentevoet voor accountingberekeningen, ofwel het verwachte rendement op AA-bedrijfsobligaties. Die is thans voor wat hogere duration zo’n 5,5%. U kunt zich voorstellen dat met een (politieke) horizon van zo’n vier jaar de bereidheid om wat prudenter te rekenen niet groot is. Het blijven vasthouden aan een hogere verwachting moet haast wel tot het nemen van extra risico in de beleggingsportefeuille leiden, met alle gevolgen van dien. We mogen wat dat betreft blij zijn dat wij voor het vaststellen van de technische voorzieningen uit moeten gaan van een rentetermijnstructuur.

Een ander opvallend element is het feit dat tekorten over soms wel 30 jaar worden ingelopen. Dit betekent dat elk jaar een klein plakje van het tekort door middel van premiebetaling moet worden ingelopen. Bij het inlopen van de tekorten wordt met voornoemde hoge rekenrente rekening gehouden en waarschijnlijk wordt de uitstaande verplichting daarmee onderschat. Helemaal omdat er in tekortsituaties jaar in jaar uit een zeer hoog rendement gehaald moet worden om de dekkingsgraad op peil te houden. De veronderstelde aangroei over 100% – de pensioenverplichtingen – moet immers gefinancierd worden uit het te realiseren rendement over bijvoorbeeld 70% van de aanwezige beleggingen. Gelukkig gaan bij ons de alarmbellen af als we richting een 100% dekkingsgraad dalen.

Om de situatieschets af te maken: veel van de Amerikaanse Staten betalen minder dan 90% van de vereiste premie. U raadt het al, we mogen (alweer) blij zijn dat bij ons een korting op de (eventueel gedempte) premie pas mogelijk is als er voldoende buffers zijn gevormd.

Hoe de Amerikanen hun problemen gaan aanpakken? Veelal worden de pensioenaanspraken voor nieuwe werknemers veel soberder door vooral eindloonelementen uit bijvoorbeeld de dekking voor ziektekosten te schrappen, pensioenleeftijden te verhogen, de voorgenomen indexaties te verlagen en werknemerspremies te verhogen. Al met al leidt dit waarschijnlijk tot een veel grotere pensioenkloof tussen generaties dan waar wij in Nederland voor staan. Kortom, Nederland staat niet voor niets hoger in de Global Pension Index dan de USA. ■

Inside information

Van het Romeinse Rijk wordt wel gesteld dat dit het eerste pensioenstelsel ter wereld had. De goed opgeleide beroepssoldaten ontvingen bij veroveringen niet alleen een deel van de buit, maar na twintig jaar trouwe dienst kreeg een veteraan een stuk grond en mocht hij met 'pensioen'. Dit 'pensioenstelsel' veroorzaakte mede de ondergang van het Rijk. Toen in de derde eeuw na Christus het Romeinse Rijk geen nieuwe gebieden meer wist te veroveren, werd het leger een te grote last. Het pensioenstelsel was niet tegen deze situatie bestand.

Het Nederlandse pensioenstelsel heeft een steviger fundament, maar hoewel ons stelsel wordt geroemd vanwege de kapitaaldekking, is deze niet volledig. Voor indexatie wordt in de huidige situatie immers niet gespaard. In het verleden was dat anders. Onder de oude pensioenwet werd gerekend met een vaste rekenrente. Omdat de marktrente decennialang hoger lag dan de rekenrente van 4% was er impliciet een marge voor indexatie. Toen de marktrente onder de rekenrente daalde, verdween deze marge. In tegenstelling tot de verzekeringssector is voor de pensioensector de rekenrente destijds niet verlaagd. Volgens de huidige Pensioenwet hoeven fondsen voor voorwaardelijk toegezegde indexatie geen reserve aan te houden en wordt indexatie voornamelijk uit overrendement gefinancierd. Roland van Gaalen noemt dit 'een kat in de zak'¹. In zijn artikel laat hij, aan de hand van cijfers over de periode 1970 tot medio 2008, zien dat het overrendement in die periode te gering was om indexatie te financieren. De periode na medio 2008 heeft dit beeld niet verbeterd.

Veel deelnemers realiseren zich onvoldoende dat met de huidige dekkingsgraden niet alleen hun nominale pensioen op de tocht staat, maar dat het met het waarmaken van indexatieambities bij de huidige onzekere financiering nog slechter is gesteld.

In de strip 'Asterix en het geschenk van Caesar' krijgt een soldaat die Caesar heeft beledigd voor zijn twintig jaar trouwe dienst een heel dorp: een kleine nederzetting aan zee in Gallië. Als lezer en insider weet je dan dat dit het dorp van Asterix en Obelix is waar de Romeinen niet heersen. En dat de handtekening van Julius Caesar in dit geval geen waarde heeft. Voor de deelnemers in ons pensioenstelsel zou het ook goed zijn om te beschikken over 'inside information', zodat zij hun pensioen op de juiste waarde kunnen schatten. Het publiceren van de reële dekkingsgraad naast de nominale dekkingsgraad zou daarbij een belangrijke stap voorwaarts zijn.

Margreet Schuit

Beleidsmedewerker De Nederlandsche Bank NV
(Bijdrage op persoonlijke titel).

¹ Roland van Gaalen, Indexatie uit overrendement: een kat in de zak, De actuaris, September 2008.



De veranderende rol van ALM in het besluitvormingsproces

Transparantie dankzij besluitvormingswaterval

Het zijn roerige tijden voor pensioenfondsbestuurders. De gemiddelde financiële positie is niet rooskleurig, premieniveaus neigen naar het maximum en de economie is onzeker. Voeg daarbij het maatschappelijke vergrootglas waar pensioenfondsen tegenwoordig onder liggen en het beeld is compleet. Kan een beter ALM-model het verschil maken?

Ir. Hein Stam Hoofd Client Portfolio Management
Jeroen Trip AAG Senior Client Portfolio Manager

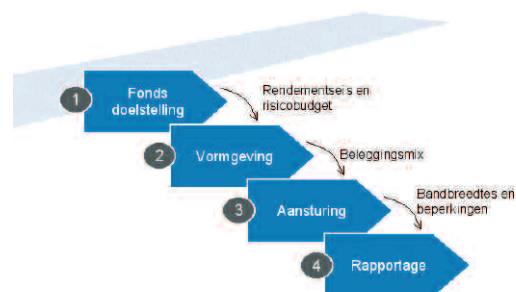
Op de pensioensector rust de taak zichzelf opnieuw uit te vinden, ook op het gebied van asset and liability management (ALM).

Een eerste waarneembare respons op ALM-gebied is van technische aard: de modellen worden verfijnd. De technici werken binnen hun vertrouwde kaders aan een weg voorwaarts: beter inzicht in staartrisico's, dynamische correlaties en meer. Maar is een beter model bestuurlijk de oplossing? Een kritische zelfevaluatie is nodig. De vraag is of het gebruik van de modellen de gewenste invulling gaf aan de bestuurlijke besluitvorming, dus het inzicht en de gevolgen van keuzes vóóraf, waardoor er draagvlak en acceptatie is van het resultaat áchteraf. Zoals de naam eigenlijk al zegt, gaat asset and liability 'management' niet alleen over berekeningen en complexe modellen, maar vooral over de ondersteuning van besluitvorming om beheersing van de balans mogelijk te maken. In een wereld met inflatierisico's is de term ALM aan deflatie onderhevig. Het begrip ALM is tegenwoordig gereserveerd voor de simulatiemodellen die worden gebruikt om tot een beleggingsmix te komen, het liefst met zoveel mogelijk scenario's want meer is beter, toch? Kansen op onderdekking en andere statistische maatstaven zijn synoniem geworden aan ALM. Het format ligt grotendeels vast en lijkt te zijn vormgegeven door de toezichthouder via continuïteitsanalyses en herstelplannen.

Hoe zou het eigenlijk moeten? De bestuurlijke besluitvormingsketen begint bij de doelstelling. Dit is wat het fonds wil bereiken en wat daarvoor nodig is in het samenspel van premie, indexatie en rendementseis. Dan

volgt de vormgeving, dus hoe gaat het fonds de rendements- en risicodoelstelling waarmaken in de huidige economische omgeving? Vervolgens komt de aansturing van de implementatie: hoe blijft een bestuur in control en ten slotte de rapportage met de vraag 'welke informatie krijgt een bestuur?'

Dit vraagt om 'een ander gebruik' van de modellen waardoor een bestuurlijke besluitvormingswaterval ontstaat (figuur 1).



Figuur 1: De bestuurlijke besluitvormingswaterval.

Fondsdoelstelling vraagt explicitering

Een beheersing van de balans is pas mogelijk als de ambitie is benoemd en de impact en reikwijdte van de sturingsmiddelen zijn onderkend. Pensioenfondsen hebben verschillende balansrisico's, bijvoorbeeld als de een geen indexatie nastreeft en de ander volledige indexatie. Ook is de dynamiek binnen een oud fonds anders dan in een jong fonds. De afgelopen jaren zijn hierin al forse stappen gemaakt. Zo'n 15 jaar geleden werd op de vraag '...en wat is de premie als de dekkingsgraad fors lager ligt?' nog geantwoord: '...dat is een

gevolg van de onderhandelingen die we dan daarover voeren'. Nu publiceren veel pensioenfondsen beleidsstaffels, zodat de richtlijn voor het beleid bij verschillende financiële posities voor alle betrokkenen bekend is.

Het indexatielabel paste ook in de trend naar meer transparantie. Maar het beleggingsbeleid komt er in deze beleidsstaffels veelal bekaaid af met alleen het benoemen van een strategische mix of überhaupt geen vermelding. Dit is opvallend. Het premie- en indexatiebeleid veranderen immers afhankelijk van de financiële positie. Waarom is het beleggingsbeleid en het risico-profiel dan zo constant?

Pensioenbewuste burgers vragen besturen om duidelijkheid. De algemene doelstelling van het streven naar een waardevast pensioen tegen een lage en stabiele premie verdient invulling. Aan de tendens van 'trust me' naar 'show me' ontkomt ook de pensioensector niet. Als een pensioenfonds een volledige indexatie nastreeft als doelstelling, moet deze ook de financiering benoemen. Welke premie- en rendementseis staan hier tegenover? Juist voor het behoud van solidariteit is deze transparantie nodig omdat de belangen van de verschillende groepen niet synchroon lopen.

De doelstelling van het beleggingsbeleid voor verschillende financiële posities is transparant te maken met de drietrapsaanpak uit de speltheorie.

1. Wat resulteert als het 'beleggingsspel' niet gespeeld wordt? Beleggingsrisico moet een meerwaarde leveren voor een deelnemer. Dus wordt in de eerste stap verkend welke ambitie te realiseren is zonder beleggingsrisico's. Dit is het zekerheidsequivalent. Welke indexatie is mogelijk als er geen risico wordt genomen met de beleggingen? De beleggingsmix zonder risico's is afhankelijk van de financiële positie. Voor een fonds met een sterke financiële positie zal een volledige, aan inflatie gerelateerde obligatieportefeuille geen risico betekenen. Voor een minder sterk fonds is dat teveel risico.

2. Als het 'beleggingsspel' wel wordt gespeeld, wat moet het spel dan opleveren?

Of anders geformuleerd: hoeveel 'overrendement' is nodig en waar wordt dit gebruikt? Ook dit is afhankelijk van de financiële positie. Bij een zwakke financiële positie zal herstel prioriteit hebben en bij een sterke financiële positie een acceptabele premie bij een geïndexeerd pensioen.



3. Zijn de risico's van het spel acceptabel?

Als beleggingsverliezen optreden, en de analyses uit stap één en twee worden opnieuw gedaan op de lagere solvabiliteitspositie, zijn de uitkomsten dan nog steeds acceptabel?

Het rendement dat in stap twee wordt verwacht, moet in elk geval hoger zijn dan het rendement in stap één. Daarom wordt in stap twee de term overrendement gehanteerd. Dit is het meerrendement boven de beleggingsmix zonder risico's.

Om de derde stap vorm te geven, is het nodig de analyses te doen vanuit verschillende financiële posities¹. De kans en de impact van het optreden van risico moet in de besluitvorming betrokken worden. Er is een directe wisselwerking tussen stap twee en drie. Want een initieel verlangd (over)rendement uit stap twee, kan bij nadere beschouwing van de beleidsconsequenties bij het optreden van het risico (stap drie) tot een andere verdeling in stap twee leiden.

Voordelen methodiek

De geschetste methodiek om de rendementsdoelstelling van het beleggingsbeleid – en dus het besluitvormingsproces – transparant te krijgen, heeft enkele grote voordelen. Deze methodiek gaat niet verscholen onder kansberekeningsprocessen en de onderzochte mogelijkheden zijn geen gevolg van discutabele rendementsaannames. Het benodigde rendement is een resultante van de eenduidige analyses.

Een simpel voorbeeld: als een fonds als doelstelling heeft om over één jaar € 105,- uit te keren terwijl het nu € 100,- in kas heeft, resulteert een rendementsbehoefte van 5%. Een rendementsaannamen voor bijvoorbeeld

13^e PBM PENSIOENSYMPOSIUM

De toekomst van ons pensioenstelsel

Donderdag 19 mei 2011 in het Kurhaus, Den Haag/Scheveningen
Van 15.30 uur tot 21.30 uur inclusief diner

Pensioen Bestuur & Management organiseert het 13^e PBM Pensioensymposium.

De debatonderwerpen zijn:

Consolidatie: nodig of overbodig? en Europa: kans of bedreiging?

Keynotespreker mr.dr.s. **Frans Weekers** (Staatssecretaris Ministerie van Financiën) zal o.a. ingaan op het Witteveenkader. Aansluitend gaan zwaargewichten met elkaar in debat. Zij kruisen de degens over de stellingen **Consolidatie: nodig of overbodig?** en **Europa: kans of bedreiging?** De kritische zaal zorgt voor uitdagende inbreng en nuancerend tegengas.

13^e PBM Pensioensymposium: verfrissend, prikkelend en provocerend



Programma

- 15.30** Ontvangst
Voorzitters: **Bibi de Vries** - directeur Koepels, Branches en Belangenorganisaties, Achmea Corporate Relations, en **Alfred Kool** - partner Kool Baas & De Quelerij
- 16.00** Keynotespreker: mr.dr.s. **Frans Weekers** - Staatssecretaris Ministerie van Financiën
- 16.30** **Debat 1: Consolidatie: nodig of overbodig?**
Nodig: prof. dr. **Olaf Sleijnen** - DNB
Overbodig: ir. **Gerard Rutten** - OPF
- 17.30** Pauze
- 18.00** **Debat 2: Europa: kans of bedreiging?**
Bedreiging: **Kartika Liotard** - Europees Parlement
Kans: drs. **Reinoud van den Broek** - Aon Hewitt
- 19.15** Apéritief
- 19.45** Diner, met uitreiking 5^e PBM Communicatieprijzen
Prof. dr. **Cees van Riel** - EUR

Kijk op www.pensioenbestuurenmanagement.nl



B. de Vries



A. Kool



O. Sleijnen



G. Rutten



R. v.d. Broek



K. Liotard



C. van Riel

Wilt u ook het 13^e PBM Pensioensymposium niet missen?

Geef u dan zo snel mogelijk op via het bijgevoegde leaflet of via www.pensioenbestuurenmanagement.nl

Uw investering als abonnee van *Pensioen Bestuur & Management* bedraagt € 695,- (excl. btw), incl. aperitief, diner en parkeerkaart als u zich voor 19 april 2011 aanmeldt.

Na deze datum betaalt u € 885,- (excl. btw), evenals niet-abonnees.

Voor informatie:

Petersen Consult, tel. 0575 – 49 43 56, fax 0575 – 49 41 28,
e-mail info@pensioenbestuurenmanagement.nl.

5^e PBM Communicatieprijzen

Meedingen naar een prestigieuze PBM Communicatieprijs?

Voor informatie kijk op www.pensioenbestuurenmanagement.nl
of mail met Alfred Kool, alfred@koolcc.nl of bel 06 – 53 21 12 22 De uiterste inzenddatum is 15 april 2011.

**Pensioen Bestuur
& Management**

aandelen is niet nodig. Door de wisselwerking tussen de verschillende stappen wordt risico vertaald in impact op bestuurlijke kernbegrippen, zoals premie, indexatie en doelstellingen.

In de tweede fase van de besluitvormingsketen – de vormgeving – specificereert het bestuur hoe het de rendementseis en het risicobudget vertaalt naar een beleggingsmix. In deze fase komt het beleggingsplan terug. Hier zijn de bestaande modellen die bij een ALM-studie worden gebruikt zeer waardevol. Hiermee zou een bestuur kunnen onderzoeken welke gespreide beleggingsmix op lange termijn het gewenste overrendement haalt. Een bestuur kan vervolgens besluiten om deze langetermijnbeleggingsmix te implementeren, zonder dat verder naar de marktomstandigheden wordt gekeken. Dit is het ene uiterste van het vormgevingspectrum. In het andere uiterste gedraagt een pensioenfonds zich als een tactische kortetermijnbelegger. Gegeven het risicobudget wordt continu gekeken welke kansen zich voordoen en daarop wordt ingespeeld om aan de rendementseis te voldoen. In de praktijk zal een fonds zich ergens tussen beide uitersten begeven. Vaak wordt de beleggingsmix met een langetermijnstudie verkend, passend bij de rendementseis en het risicobudget. Dan volgt toetsing van deze beleggingsmix aan actuele marktomstandigheden en de waarderingniveau's van verschillende beleggingscategorieën. Dit kan leiden tot aanpassingen van de langetermijnbeleggingsmix. Door eerst de lange termijn te bekijken, wordt voorkomen dat de beleggingsmix enkel op tactische gronden wordt vastgesteld. Bescheidenheid over de voorspelbaarheid van financiële markten is hier op z'n plaats. Door in de vormgeving de lange en korte termijn te scheiden, wordt zichtbaar welke keuzes zijn gemaakt.

Een langetermijnaandelenallocatie van 15% kan bijvoorbeeld omlaag worden bijgesteld omdat de actuele risico's hoger zijn ingeschat. Door risicobudget als kapstok te gebruiken, is een dergelijke afwijking systematisch te onderbouwen. Een uitsplitsing van het risicobudget geeft bijvoorbeeld inzicht in de gevoeligheden en daardoor is te bepalen waar een afbouw/opbouw van risico het meest effectief is.

In de vormgevingsfase zit ook toetsing van de rendementseis op haalbaarheid, bijvoorbeeld door een beleggingscommissie. Vanuit bestuurlijk oogpunt draagt een dergelijke toetsing bij aan de sturing van het fonds. Is het benodigde rendement niet met voldoende waarschijnlijkheid haalbaar, dan volgt impliciet dat de doelstelling aanpassing behoeft (en/of de communicatie hierover) of de inzet van de middelen een andere vormgeving moet krijgen. Voor een bestuur is een vroege

signalering op dit vlak gewenst omdat veranderingen tijd vergen vanwege de complexiteit en belangen.

Uit de vormgevingsfase volgt een beleggingsmix die geïmplementeerd en uitgevoerd moet worden. De vertaling van beleid naar praktijk spreekt niet voor zich. De Commissie Frijns heeft dit aspect 'implementation shortfall' genoemd in zijn bevindingen. In de jaren 2008 en 2009 heeft een gedeelte van de pensioenfondsen extra verliezen geleden omdat de implementatie achter bleef bij de verwachtingen. Een verlaging van deze shortfall ligt in de sfeer van mandatering. Dit is onderdeel van de aansturing van de implementatie. Een voorbeeld is de renteafdekking. Als een bestuur een mandaat verstrekt waar alleen een duratie als doel wordt gesteld, kan de realisatie van de renteafdekking substantieel verschillen van de verwachting. Zaken als niet-parallelle veranderingen van de rentetermijnstructuur, kredietspreads en landenrisico's kunnen voor verschillen zorgen. Een mandaat moet zodanig vorm zijn gegeven dat de realisatie binnen het verwachtingspatroon ligt.

In de laatste fase, de rapportage, wordt het bestuur op de hoogte gehouden van de ontwikkelingen in de beleggingsportefeuille. Waar in het verleden de resultaten van actief beheer (alpha) dominant in de rapportage waren, zal in de 'besluitvormingsketen nieuwe stijl' de rapportage moeten aansluiten bij de doelstelling van het fonds en de mandatering. In plaats van de beleggingsportefeuille, zullen de ontwikkeling van de balans en de risico's meer aandacht krijgen.

De beschreven besluitvormingsketen van doelstelling, vormgeving, aansturing en rapportage is niet voorbehouden aan het huidige pensioenstelsel of aan de nominale of reële verplichtingen. Het is vooral een raamwerk om het besluitvormingsproces te stroomlijnen. Door de keten is een beheersing van de balans transparant. Hier speelt de volgtijdelijkheid van de fases ook een rol. Zo heeft een verandering in de doelstelling gevolgen voor de vormgeving, maar niet andersom. De ontwikkelingen in het pensioenstelsel zullen waarschijnlijk veranderingen teweegbrengen in de rendementseis en het toelaatbare risicobudget. Hiermee neemt 'ALM nieuwe stijl' wat afstand van de wiskundige modellen en geeft zo een bestuur een middel om het fonds door deze moeilijke periode te loodsen. Het is tijd voor een frisse blik en een heldere besluitvorming! ■

¹ Dit is al een winst in vergelijking tot de oude ALM-studies, waarbij veel fondsen met een dekkingsgraad op of onder de 100% nog een 'strategische mix' hadden die was vastgesteld bij een dekkingsgraad van 140% en zich afvroeg of deze nog valide was; de situatie startend vanuit 100% was niet verkend.

De derde weg voor pensioenopbouw

Defined Ambition 2.0

In de afgelopen maanden waren onze pensioenen bijna dagelijks in het nieuws. Het FD berichtte kort geleden dat door de stijging van de rente de pensioenen weer veilig zijn, terwijl een paar dagen daarvoor AFM-voorzitter Hans Hoogervorst stelde dat pensioenfondsen en vakbonden de pensioen crisis ‘bagatelliseren’. Over welk pensioen gaat dit?

Mr. Paul van der Marck MMC CMC
Senior Adviseur, Spreker en Publicist in Pensioenen & Verzekeren

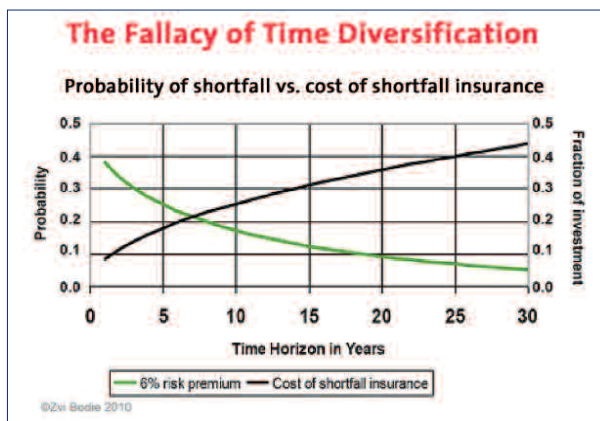
Wat is een realistische verwachting over pensioen nu we ouder worden, de zorg duurder wordt en de wispelurigheid van het rendement op beleggingen groter lijkt dan ooit? Nu steeds meer pensioenen zijn gebaseerd op een beschikbare-premieregeling (DC – Defined Contribution) ligt het risico over wat iemands pensioen zal zijn, bijna geheel bij de pensioengerechtigde. En is dit nu wel het eerlijkste systeem waarbij alle risico's bij de zwaksten liggen? Of is er een nieuw denkraam nodig? Is er een derde weg in pensioenen, tussen DC en DB (Defined Benefit – middenloon- of eindloonregeling)? Ja: Defined Ambition!

Nederland was altijd een land van solidariteit en gerechtigheid en ook ons pensioensysteem was op deze pijlers gebouwd. Iedereen deed mee, je kreeg op je 65^e een percentage van je laatstverdiende loon (of varianten daarop met middenloon of ‘gemiddeld-loon’) en ‘alles was goed’ in de polder.

Maar omdat pensioenfondsen en werkgevers het te duur en te riskant vonden worden om garanties te blijven geven, ontstond het systeem van beschikbare premies (Defined Contribution of in de VS: het 401K-systeem). Je legt samen, als werkgever en werknemer, wat in en hoopt dat er – met je individuele keuze in de beleggingsstrategie – op je 65^e wat in de pot zit om nog 20 jaar na je pensioendatum comfortbal te leven.

Daarmee verschuiven alle risico's in de keten naar de zwaksten: de pensioengerechtigden. Want als het voor werkgevers en pensioenfondsen te duur en lastig is om een en ander te kunnen garanderen, hoe moet een indi-

vidueel werknemer dat dan kunnen? Zeker als hij geconfronteerd wordt met een beleggingsrisico (resultaten uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst), een langlevensrisico (hoe oud word ik?) en een zorgkostenrisico (de zorg wordt duurder en wat kost over 40 jaar een nieuwe hartklep als ik 85 ben?). Voor actuariissen lastig, voor een gemiddelde Nederlander ondoenlijk: Defined Contribution is dus niet veel meer dan gokken en hopen op het beste.



Risico's bij de zwaksten

Hoe ziet dat langlevensrisico en het beleggingsrisico er dan uit?

Voor beleggingsrisico's geldt: Resultaten uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst, maar toch schetst elke financiële instelling een rooskleurig plaatje als u maar lang genoeg zou investeren in aandelen af andere ondoorzichtige producten van hen.

Op de lange termijn schetsen ze allemaal een rendement van minimaal 5% en soms wel bijna 10%, en dat is op zijn zachtst gezegd extreem optimistisch. Als we kijken

naar de verwachte rendementen van aandelen en dat afzetten tegen de kosten om de risico's van 'shortfall' af te dekken met opties, vallen deze twee over een langere periode geheel tegen elkaar weg, zoals meermaals door Professor Zvi Bodie van Boston University is aangetoond. Alle rendement boven 0% is dus geluk en niets meer dan dat. Dan laat uw pensioenopbouw zich eenvoudig berekenen in deze formule:

$$\text{Spaar\%} \times \text{aantal jaren dat men spaart} = \text{Pensioen\%} \times \text{aantal jaren pensioen}$$



Als ik 40 jaar lang elke maand 20% van mijn inkomen opzij zet, kan ik daarna 20 jaar lang 40% pensioen ontvangen (of variaties hierop).

Dan het langlevensrisico. We weten dat op afzienbare termijn de gemiddelde levensverwachting in Nederland 85 jaar zal zijn, en dus moeten we in een periode vanaf ons 25^e jaar een vermogen opbouwen om het tot ons 85^e vol te houden. Al met al lastige vraagstukken en voor een individuele werknemer bijna ondoenlijk om de impact van zijn keuzen op de korte termijn, en zijn realistische verwachtingen voor de verre toekomst, te bepalen

Voorwaarts: Defined Ambition (DA)

Is het niet een teken van beschaving om juist de zwaksten te beschermen? Moeten we niet (deels) terug naar een systeem waar mensen beschermd worden voor een grote welvaartsterugval op hun 65^e? We willen toch zelf op ons 65^e geconfronteerd worden met volksstammen bejaarden op of onder het bestaansminimum en daar eventueel zelf toe behoren?

We moeten naar een systeem waarbij een bepaald inkomen op je 65^e (bijvoorbeeld een bepaald deel van je middenloon) wordt gegarandeerd (DB) en een deel afhankelijk is van individuele keuzen (DC). Dat werknemers en hun vakbonden daarvoor dieper in de buidel moeten tasten is duidelijk, maar lijkt geen probleem, zoals recent bleek uit onderzoek van de DNB¹ waarbij 2 op de 3

werknemers aangaven bereid te zijn meer te willen betalen voor meer pensioengarantie.

Dat is de 'middenweg' tussen DC en DB. Daarbij wordt werknemers gevraagd wanneer ze willen stoppen met werken (en dus stoppen met 'sparen' voor pensioen) waarna ze realistisch krijgen voorgerekend (op basis van een minimaal rendement) hoeveel er nodig is om na hun 65^e nog 20 jaar comfortabel te leven. Daaruit volgt hoeveel er ingelegd moet worden. Vanuit de individuele ambitie terug naar de maandelijkse inleg: Defined Ambition 2.0. En waarom 2.0? Omdat er zo hier en daar al gedacht wordt over Defined Ambition², maar dit in veel gevallen een variant is op Defined Contribution met meer vrijheidsgraden voor de werknemer. De risico's komen in deze denkwijze nog meer bij deze groep te liggen en het hier voorgestelde Defined Ambition 2.0 gaat juist een stap in de andere richting: minder vrijheid in ruil voor meer zekerheid. Omdat pensioen een complexe materie is, moet een deel van het risico weer (terug) naar

het collectief, de werkgevers en de pensioenfondsen. Dat zijn de sterksten qua financieel draagvlak en kennis in de keten. Want een gegarandeerd (deel van het midden- of eindloon)pensioen kan best – beleg 100% in Nederlandse staatsobligaties en je bent er – maar is wel duur. De discussie moet gaan over het verdelen van de lasten en niet over het (oneerlijk) verdelen van het risico. ■



¹ DNB Household Monitor uit december 2010

² Zie o.a. de columns van Emilie Schols op FD.nl

advertentie

Imperfecties een kwestie van gezond verstand

Inflatieprotectie en indexatieambitie

Het beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) is nu nog gericht op economische groei. De bezuinigingsrondes en de aanhoudende vraag naar grondstoffen vanuit Azië zijn allemaal voorbodes van inflatie.

Rik Bekkers Hoofd vastrentende waarden
Syntrus Achmea vermogensbeheer
Marjolein Sol Directeur vermogensbeheer
Syntrus Achmea vermogensbeheer

In een inflatieswap kan, voor een periode van bijvoorbeeld dertig jaar, de gerealiseerde inflatie worden geruild voor een vast tarief. Figuur 1 toont het niveau van de dertigjarige (nominale rente)swap en de dertigjarige inflatieswap over de afgelopen vijf jaar.

De gangbare inflatieindex in de inflatieswap is de HICPxT: de geharmoniseerde index voor consumentenprijzen in de monetaire unie van Europa exclusief tabak. De meeste pensioenregelingen in Nederland kennen geen inflatieprotectie. Veelal is er wel sprake van een indexatieambitie waarbij de indexatie wordt gekoppeld aan de looninflatie van de sector of de onderneming. Het financieel toetsingskader (FTK) van de toezichhouder ziet toe op de nominale, dus niet-geïndexeerde, pensioenaanspraken. Kortten van pensioenrechten moet plaatsvinden indien deze aanspraken naar verwachting binnen de termijn van een herstelpaan niet waar-

gemaakt kunnen worden.

Hoewel vanuit een juridische perspectief het effect van het korten van rechten van een geheel andere orde is dan geen indexatie toekennen, is het verschil vanuit financieel perspectief minder groot. Een opgebouwd pensioen van een slaper in een pensioenfonds per 1 januari 2011 van 100% – of na afstempeling van 10% – zal na tien jaar, per 1 januari 2021, een aanspraak vertegenwoordigen volgens de onderstaande tabel (figuur 2 op blz 18).

Bij een 50%-indexatie van 2% is een pensioen na tien jaar nagenoeg evenveel waard als een 10%-gekort pensioen met een volledige indexatie van 2%.

Het FTK ziet toe op de nominale aanspraken. Inflatie speelt daarbij geen expliciete rol. Voor een pensioenbestuurder is inflatie wel een onderwerp dat op de bestuurstaafel moet liggen. De waardevastheid van de pensioenen is hierbij in het geding. Het pensioenstelsel is ontworpen om te kunnen voorzien in het levensonderhoud na pensioendatum. Het begrip 'langlevensrisico' is daarbij evident, maar valt buiten het bestek van dit artikel. Het begrip 'waardevast' is weliswaar niet in het wettelijke kader terug te vinden, maar behoort wel degelijk tot de doelstelling van een pensioenfonds.

Welke indexatieambitie?

De tabel van figuur 2 maakt duidelijk dat een indexatie van 2% of 3% per jaar over een periode van tien jaar een aanzienlijk (meer dan 10%) verschil kan uitmaken in de pensioenaanspraken. Dergelijke verschillen zien we in de praktijk terug. Over de periode 2000-2010 worden op basis van het cao-loonindexatiecijfer onder meer



Figuur 1: Dertigjarige swap en inflatieswap.

Brondata: Bloomberg

opgebouwde aanspraken na 10 jaar

opgebouwde pensioenaanspraken	inflatie	toegekende indexatie		
		0%	50%	100%
100%	1%	100%	105%	110%
100%	2%	100%	110%	122%
100%	3%	100%	116%	134%
90%	1%	90%	95%	99%
90%	2%	90%	99%	110%
90%	3%	90%	104%	121%

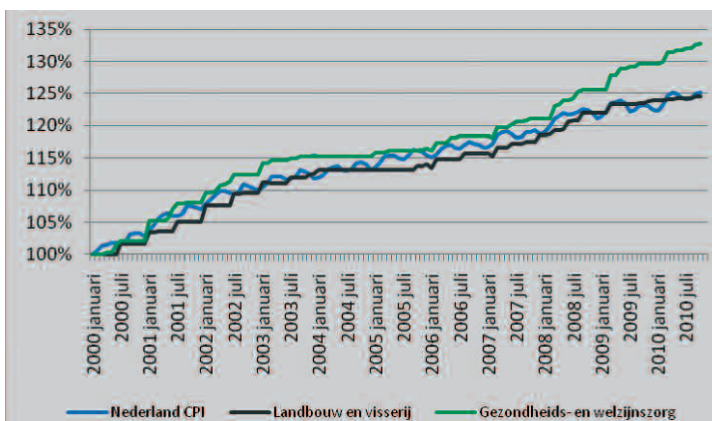
Figuur 2: Aanspraak opgebouwd pensioen.

de volgende discrepanties gezien (figuur 3).

Indien een pensioenfondsbestuur zich wil wapenen tegen inflatie is het eerste probleem dat de Nederlandse prijsinflatie hooguit een afgeleide is van de indexatieambitie in het pensioenreglement. Maar zowel looninflatie als prijsinflatie zijn beide weer een afgeleide van de originele ambitie om een waardevast pensioen te bieden. Dit neemt niet weg dat, indien en zodra inflatie op ons afkomt, een imperfecte afdekking hiertegen nog altijd beter zal zijn dan geen afdekking. Welke instrumenten of strategieën bieden een goede afdekking?

'Inflatie komt op ons af. Welke instrumenten?'

Het eerste devies luidt dan om 'inflation linked swaps' af te sluiten. Deze bieden de beste protectie tegen de definitie van Europese (ex tobacco) inflatie. Indien adequate ISDA's en CSA's zijn afgesloten dan is het kredietrisico minimaal. Tegenpartijen zijn investment banks. Per ultimo 2010 was deze 2,22% voor een dertigjarige swap. Dit is wel een niveau dat boven de doelstelling van 2% van de ECB ligt.



Figuur 3: Discrepanties.

Brondata: Statline

'Inflation linked bonds' is het tweede antwoord. Maar dit omvat het probleem van aan inflatie gekoppelde indices, zoals kredietwaardigheid. De figuur 4 (zie blz. 19) van de inflation linked bonds voor 'all maturities' van Frankrijk, Italië en Griekenland.

Alle leningen vergoeden HICPxT maar kennen door de tijd een geheel andere waardering die het kredietrisico van de 'emittent' weerspiegelt. Met andere woorden een goede positionering vanwege inflatie kan volledig teniet worden gedaan door een slechte kredietpositie.

De derde variant, waarbij het inflatierisico voor langere tijd kan worden afgedekt, zijn de diverse 'structured deals' die op de Nederlandse markt tegen het Nederlandse CPI te verkrijgen zijn. De koppeling met de Nederlandse CPI wordt weliswaar direct gemaakt in de huurcontracten of de erfpachtcontracten, maar het venijn zit in de staart: het kredietrisico op de debiteur en de waarde van het onderpand. Een zorgvuldige analyse op de rechtspositie, de spreiding en de kredietwaardigheid zal samen met de liquiditeit een prijs moeten bepalen. Een inflation linked bond uitgegeven door Frankrijk of Duitsland heeft daarbij de functie van referentiepunt.

'Inflatie komt op ons af. Welke strategieën?'

Naast de instrumenten met een directe link naar inflatie kunnen andere instrumenten en/of strategieën ingezet worden. Deze noemen we 'pseudohedges', omdat er geen direct verband tussen het rendement en de inflatie is gelegd.

Veelal wordt het verband tussen inflatie en het rendement uitgedrukt in correlaties. Maar een ogenschijnlijk verband uitgedrukt in correlaties moet wel in perspectief geplaatst worden. Correlaties kunnen flink variëren gedurende de tijd. De correlatie die wordt gemeten over een periode kan heel anders uitpakken als een andere periode wordt gebruikt.

Een ander fenomeen is de gebruikte intervalperiode. Correlaties op maand-, kwartaal- of jaarbasis kunnen over eenzelfde periode tot geheel andere uitkomsten leiden. Vaak is het logisch om te veronderstellen dat een inflatiecijfer met enige vertraging reageert op economische omstandigheden. Rendementsreeksen kunnen daardoor qua correlatie met inflatie veel beter uitpakken indien ze met een vorm van vertraging worden berekend.

Onze leidraad voor pseudohedges is allereerst een zoektocht naar een logische verklaring waarom een pseudohedge zou moeten werken: de hypothese. Indien er een ratio voorhanden is mag de statistiek zijn werk doen om dit te bewijzen. Bijvoorbeeld dat pas na drie, zes of negen maanden een aanhoudende prijsstijging in grondstoffen zichtbaar wordt in de inflatie. Langs deze 'gezond-verstandweg' komen wij op vier pseudohedges.

1. Nominale rentehedge op de verplichtingen deels open laten.

De hypothese is dat oplopende inflatie leidt tot stijgende nominale rentes, met andere woorden: de reële rentevoet wordt min of meer constant geacht. Dan zal het rendement op langlopende obligaties of een rentehedge op de verplichtingen negatief zijn bij stijgende inflatieverwachtingen. Deze hypothese wordt bevestigd door correlatiecijfers die een grotere intervalperiode kennen. Dus op kwartaalbasis is deze duidelijker zichtbaar dan op maandbasis.

2. In vastgoed beleggen.

Het rendement van de beleggingen wordt mede bepaald door de inkomstenstroom die direct afhankelijk is van de inflatie. Het rendement van direct vastgoed, zonder 'leverage', wordt in belangrijke mate bepaald door te ontvangen huren waarbij de huurstijging veelal gekoppeld is aan de inflatie. Toch wordt het rendement ook bepaald door de taxatiewaarde van het vastgoed. Als de locatie niet aantrekkelijk is of de huurder niet kredietwaardig, kan hierdoor een negatieve rendementsontwikkeling ontstaan. Indien het vastgoed wordt geleveraged, dus met leningen gefinancierd, dan boet de pseudohedge al snel in waarde in.

3. In grondstoffen beleggen.

Prijsstijgingen van grondstoffen voor voedsel, energie, metalen enz. werken veelal, met enige vertraging, door in het inflatiecijfer. Alleen indien de producenten deze prijsstijging kunnen compenseren door een lagere winstmarge, verhoging van de productiviteit of druk op de kosten van arbeid, zal de prijsstijging van 'commodities' niet of in mindere mate doorwerken in de inflatie. Maar deze maatregelen om de verhogingen van de kostprijs te temperen zijn uiteindelijk ook beperkt. Er bestaat daarmee een logisch verband tussen de prijsontwikkeling van grondstoffen en inflatie.

4. In aandelen beleggen.

Het conjunctuurverloop legt ook een verband tussen het rendement op aandelen en inflatie. In een fase van economisch herstel en hoogconjunctuur zullen aandelen over het algemeen goed renderen en gevolgd worden door rente- en inflatiestijging. Als de inflatie gaat pieken daalt het rendement op aandelen over het algemeen weer. Inflatie zal daarom veelal vertraagd reageren op aandelenrendementen.

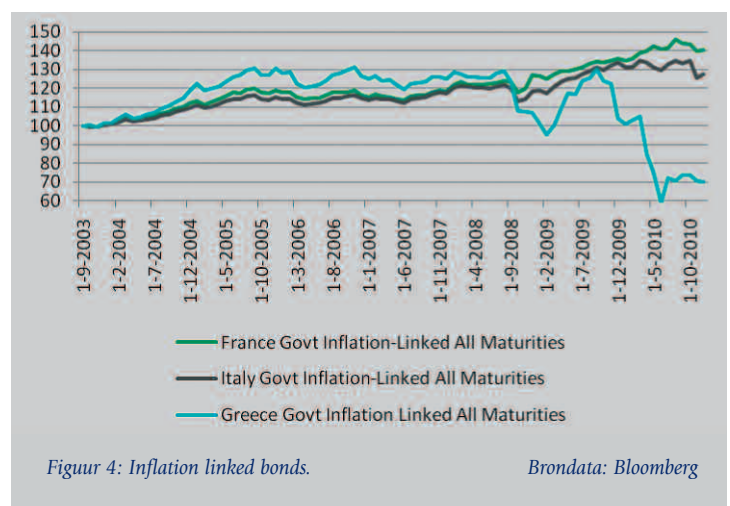
Het feit dat veel pseudohedges met vertraging doorwer-



ken, is een risico voor pensioenfondsen. Alle genoemde pseudohedges voor inflatie vormen een risico ten opzichte van de nominale verplichtingen.

In de tussentijd kan de financiële positie van een pensioenfonds dusdanig verslechteren dat de verplichtingen op nominale basis onder druk komen te staan, waardoor de posities in deze pseudohedges moeten worden afgebouwd.

In dit artikel staat het scenario 'inflatie komt op ons af' centraal. Andere scenario's, zoals stagflatie (stagnerende groei met inflatie) of deflatie (stagnerende groei met deflatoire krachten) achten wij niet uitgesloten. Wij adviseren pensioenfondsbestuurders om zich voor te bereiden op de verschillende scenario's, zodat bestuurlijke besluitvorming snel kan plaatsvinden. ■



Figuur 4: Inflation linked bonds.

Brondata: Bloomberg

advertentie

Grote verschillen in dekkingsgraad pensioenfondsen

Oorzaak en gevolg dekkingsgraden

Aan het eind van 2010 stond het ene pensioenfonds er beduidend beter voor dan het andere, althans als we afgaan op de verschillen in dekkingsgraden van de fondsen. Hoe komt dat?

Toine van der Stee

Directeur KLM-pensioenfondsen en pensioenuitvoerder Blue Sky Group

In de media worden allerlei opvattingen en verklaringen naar voren gebracht. Alsof het om de hitparade gaat, verschenen er zelfs top 10-lijstjes in de krant. Toppunt was in december 2010 de constatering van het CBS dat pensioenfondsen met een dekkingsgraad onder 105% hogere pensioenaanspraken van deelnemers kennen dan pensioenfondsen met een voldoende dekkingsgraad. Alsof er een causaal verband zou bestaan.

Elk fonds is anders

Uit tal van onderzoeken en rapporten (DNB, Frijs) blijkt dat de verscheidenheid van pensioenfondsen groot is en dat er geen eenduidige uitspraken te doen zijn. Ook blijkt uit onderzoeken naar het beleggingsbeleid van pensioenfondsen, dat 'best practice' niet bestaat. Er zijn vele praktijken die ieder op hun beurt in bepaalde opzichten tekortschieten. Dat geldt voor de bestuurlijke aanpak en ook voor het beleggingsbeleid. Zonder de geringste suggestie van een wetenschappelijke aanpak te willen wekken, kunnen toch wel een aantal mogelijke verklaringen voor de uiteenlopende dekkingsgraden worden gegeven.

Laat ik voorop stellen dat ik als directeur van de KLM-pensioenfondsen gemakkelijk praten heb. Aan het eind van 2010 kenden onze drie pensioenfondsen een dekkingsgraad van rond de 130%. Maar ook dat was een veel lager niveau dan voor het begin van de financiële crisis in 2008. Ik oordeel dus niet.

Een eerste kanttekening is dat het verstandig is een onderscheid te maken tussen het absolute niveau van de dekkingsgraad en de daling die daarin is opgetreden. Aan

de hand van de absolute niveaus valt niet of slechts zeer indirect iets af te leiden. Belangrijk is wat het niveau van de dekkingsgraad voorafgaand aan de crisis was en welke daling vervolgens heeft plaatsgehad. Sommige pensioenfondsen die nu nog een dekkingsgraad hebben boven het vereiste FTK-niveau, hebben relatief en absoluut een veel grotere daling van de dekkingsgraad meegemaakt dan sommige fondsen die nu nog onder de 105% zitten. Het vertrekpunt voorafgaand aan de crisis is dus belangrijk. Wel kan in het algemeen worden gesteld dat hoge buffers een goede bescherming hebben gevormd.

Een tweede belangrijk onderscheid is het verschil in financieringsovereenkomsten tussen fondsen en werkgevers/werknemers. Bij sommige fondsen, veelal ondernemingspensioenfondsen, is de financieringsovereenkomst zodanig dat grote veranderingen in de dekkingsgraad op korte termijn kunnen worden gecompenseerd door herstellpremies en bijstortingen. Bij andere fondsen, met name bedrijfstakfondsen, is de ruimte in de financieringsovereenkomst vaak aanmerkelijk geringer. Je zou dus ook kunnen zeggen dat in een aantal gevallen het niveau van de dekkingsgraad wat is geflatteerd.

Beleggingen, rente en overlevingstafels

Op basis van diverse onderzoeken mag worden geconstateerd dat er bij het beheersen van de beleggingsrisico's het nodige is misgegaan. Toch lijkt dat niet de echte oorzaak van de soms zwakke financiële positie. Voor veel fondsen geldt dat eind 2010 de beleggingsportefeuilles een historisch hoge waarde kennen. Tegelijkertijd is de dekkingsgraad soms historisch laag. De belangrijkste oorzaak daarvan is de rekenrente, waarmee de waarde van de pensioenverplichtingen wordt bepaald.

Op een duidelijke tweede plaats komt de aanpassing van de overlevingstafels in de afgelopen vijf jaar. Er zijn gevallen bekend waarin de daling van de dekkingsgraad

als gevolg van de achtereenvolgende aanpassingen tot wel 20 procentpunt bedraagt. Deze laatste oorzaak vind ik de meest serieuze. Ten aanzien van de rekenrente is in sommige gevallen te betogen dat het vooral om een boekhoudkundige aangelegenheid gaat. Behalve bij een dekkingsgraad onder 100% en een negatieve cash flow. Dan is snel handelen geboden.

De aanpassingen van de overlevingstafels hebben echter gezorgd voor toevoegingen aan de voorziening pensioenverplichtingen waarvoor nooit premie is afgedragen. Dat is dus de werkelijke schade die hersteld moet worden in de komende periode.

Er wordt wel gezegd dat een ongeluk nooit alleen komt. De combinatie van dalende rentevoeten en langer levende deelnemers was voor veel pensioenfondsen zo'n ongeluk.

Op tijd verzekerd

Zonder daarover een oordeel te willen geven, lijken er wel overeenkomsten te bestaan tussen pensioenfondsen die er wat betreft de dekkingsgraad relatief goed voorstaan. Medio 2009 hebben wij zelf een onderzoekje laten doen. Daarbij bleek dat geen van deze fondsen een kristallen bol had gehad en daarin de crisis had zien aankomen. Maar wel hadden al deze fondsen soms al ruim vóór de crisis onderzocht wat het ergste zou zijn wat hen zou kunnen overkomen. En vervolgens hadden zij 'op tijd het huis tegen brand verzekerd'. Best practice hebben we daarbij niet kunnen ontdekken. Alle onderzochte fondsen hadden voor een verschillende aanpak gekozen. Prominent aanwezig waren constructies om het renterisico op de verplichtingen af te dekken. Renteswaps en swaptions werden ingezet om (een deel van) de rentemismatch te elimineren. En we zagen het gebruik

van putopties om het koersrisico op aandelen te verminderen. Maar ook zagen we dynamische asset-allocationstrategieën.

Ik oordeel dus niet over het gevoerde balansbeleid bij de pensioenfondsen. Maar twee kritische kanttekeningen zijn wel op hun plaats.

Te lang is gedaan alsof er voor de deelnemers van pensioenfondsen geen risico's zouden bestaan. Dat was niet juist. Sommige fondsen zagen zich vanwege hoge pensioenambities en een magere financiering in meer of mindere mate gedwongen om flinke beleggingsrisico's te nemen. In de hoop dat deze zich in voldoende hoge rendementen zouden vertalen. Er waren dus wel degelijk risico's. Maar in nogal wat gevallen werden deze afgedaan met een beroep op de lange termijn en dat het dan wel goed zou komen.

Dat is het tweede punt van kritiek. Bij het geloof in de lange termijn is het herstelvermogen van pensioenfondsen overschat. Vergrijsde pensioenfondsen met een te lage dekkingsgraad teren in op het vermogen. Daardoor is zelfs bij hoge beleggingsrendementen een terugkeer naar een voldoende hoge dekkingsgraad een zeer moeilijke opgave.

Belangrijke test

Ik ben van mening dat een belangrijke test voor het beleid van pensioenfondsen nog gaat komen. Het is natuurlijk belangrijk om te voorkomen dat de dekkingsgraad van een pensioenfonds onder bepaalde kritische niveaus terecht komt. Maar minstens zo belangrijk wordt het om ervoor te zorgen dat in de toekomst de dekkingsgraden weer gaan stijgen. Het risico bestaat dat de beschermingsconstructies die nu op grote schaal worden ingezet, straks een forse rem op het herstel zullen vormen. ■



Werving & Selectie en Interim-management van pensioenspecialisten, bestuur en management t.b.v. pensioenfondsen en uitvoeringsorganisaties.

Gieterij 98 | 2211 ZD Noordwijkerhout | info@groenvansolinge.nl | www.groenvansolinge.nl | 0252-435085

Gebruik overlays vereist scheiding van beleid en implementatie

Zes belangrijke aandachtspunten voor bestuurders

Overlays vormen een belangrijk instrument bij het risicobeheer van pensioenfondsen. Daarom moet er niet alleen aandacht zijn voor de strategie – dus het overlaybeleid – maar ook voor de implementatie. Het verschil tussen een succesvolle en minder geslaagde implementatie kan significant zijn: tot 10%-15% van de hoofdsom van de overlay.

Jeroen van Bezooijen en Patrick Dunnewolt
Senior Vice Presidents bij PIMCO

Risicobeheer staat sinds de financiële crisis hoog op de agenda bij pensioenfondsen. Risico heeft daarbij verschillende dimensies: een strategische dimensie – ‘asset liability’-risico – is erg belangrijk, maar ook implementatierisico en operationeel risico staan in de schijnwerpers. Zo sprak de Commissie Frijns bijvoorbeeld over ‘implementation shortfall’. Pensioenfondsbesturen moeten in toenemende mate aantonen dat ze controle hebben over alle aspecten van pensioenfondsbeheer.

Overlay-implementatie

Derivaten-overlays, zoals swaps, swaptions en aandelenopties, vormen in dit perspectief een uitdaging. Aan de ene kant zijn het bijzonder bruikbare instrumenten voor strategisch risicobeheer. Swaps en swaptions worden bijvoorbeeld gebruikt om het renterisico van de verplichtingen af te dekken, terwijl aandelenopties het mogelijk maken om het neerwaartse risico op aandelen af te dekken. Maar aan de andere kant vergroten derivaten de complexiteit van de beleggingsportefeuille, wat de taak van bestuurders er potentieel moeilijker op maakt.

Onze ervaring is dat besturen nauw betrokken zijn bij het ontwerpen van het overlaybeleid. Zij buigen zich over vragen als ‘Hoeveel renterisico dekken we af?’ of ‘Kopen we aandelen-puts?’. De implementatie krijgt meestal een stuk minder aandacht en is vaak gekoppeld aan de beleidsdiscussie. En dat terwijl het verschil tussen

een succesvolle en een minder geslaagde implementatie kan oplopen tot 10%-15% van de hoofdsom van de overlay. Het is daarom belangrijk de implementatie van de overlay voldoende aandacht te geven en implementatie te scheiden van de beleidsdiscussie.

Voor bestuurders geldt een aantal belangrijke aandachtspunten bij de implementatie van de overlay. We lichten ze toe aan de hand van zes vragen die bestuurders behoren te stellen om na te gaan of ze ‘in control’ zijn van het implementatieproces.

1. Hoe wordt het instapmoment bepaald?

Bij de implementatie van overlays heeft het instapmoment een grote invloed op de dekkingsgraad. Neem bijvoorbeeld het afdekken van renterisico gedurende 2010. De lange looptijd (duratie) van de verplichtingen betekent dat kleine verschillen in rentes tot grote waardeverschillen van de overlay kunnen leiden. Had je bijvoorbeeld eind augustus (toen de 30-jaarsswaprente op 2,6% stond) een swap afgesloten in plaats van per eind december (30-jaarsrente op 3,5%), dan was je grofweg 10%-15% van de hoofdsom van de swap slechter af geweest. Het is dus belangrijk om een robuuste instapstrategie te ontwikkelen. De vraag is dan of je de overlay in één keer onafhankelijk van de stand van de markt implementeert of gefaseerd. Instappen op specifieke niveaus is ook een mogelijkheid, bijvoorbeeld de eerste stap als de rente 4% bereikt, de volgende bij 4,5% etc. Het is bij deze afwegingen ook belangrijk om rekening te houden met economische en marktomstandigheden.

advertentie

2. Is de afweging tussen effectiviteit en kosten van de overlay optimaal?

De overlay moet risico's effectief afdekken. Bij de keuze uit de verschillende manieren moet de effectiviteit van de overlay afgewogen worden tegen de kosten. Veel overlays hebben als doel het renterisico van de verplichtingen af te dekken. Twee voorbeelden illustreren dit.

- Swaps zijn het eerste voorbeeld. Maar er zijn ook andere strategieën, zoals forward-posities in overheidsobligaties. Sinds de financiële crisis zijn er lange periodes geweest in 2009 en 2010 waarin de rente op langlopende (Duitse en Nederlandse) staatsobligaties hoger lag dan de rente op vergelijkbare swaps. Dit was uitzonderlijk, aangezien swaps vaak als risicovoller gezien worden dan staatsobligaties en hogere financieringskosten hebben. Op dat moment was het dus aantrekkelijk voor pensioenfondsen om rente via obligatie forwards af te dekken. Pensioenfondsen hadden zich hiermee 5%-10% van de hoofdsom van de overlay kunnen besparen.

- Aandelenopties vormen het tweede voorbeeld. Stel dat de beslissing is genomen om het neerwaartse risico op aandelen af te dekken via opties. De keuze is vervolgens tussen een maatwerkoplossing (dus een optie op de aandelenbenchmark die het pensioenfonds hanteert) of een benadering gebaseerd op de meest liquide opties (puts en calls op de gangbare beursindices, zoals S&P 500, EuroStoxx, Nikkei). Dit vereist een afweging tussen effectiviteit (wat is de correlatie tussen de benchmark en de gangbare beursindices?) en kosten (hoeveel hoger zijn de transactiekosten van de maatwerkoplossing?). Hiervoor is technische en marktkennis nodig die besturen veelal niet in huis hebben. Het is daarom belangrijk met een ervaren marktpartij te werken.

3. Hoe minimaliseren we de executiekosten?

De transactiekosten bij executies kunnen significant zijn: 1%-2% van de hoofdsom van de overlay is niet uitzonderlijk. Dit komt grotendeels doordat de markt voor derivaten 'over-the-counter' (OTC) is en daarom niet transparant. Het is dus belangrijk om met een partij te werken die dagelijks in deze markten met de tegenpartijen/banken handelt en door praktische ervaring een goed idee heeft van de prijzen. Bij voorkeur is dit een partij die meer doet dan alleen pensioenfondsoverlays. Dit maakt het moeilijker voor tegenpartijen om te 'raden' wat voor



transacties eraan komen, zodat tegen scherpere prijzen en lagere transactiekosten gehandeld kan worden.

4. Hebben we robuuste derivatendocumentatie?

Overlays bestaan vaak voornamelijk uit zogenaamde OTC-derivaten. Dit zijn bilaterale contracten tussen een pensioenfonds en een tegenpartij, vaak een bank. De rechten en plichten van beide partijen bij dergelijke transacties worden vastgelegd in de derivatendocumentatie, bijvoorbeeld de zogenaamde ISDA-documentatie. Pensioenfondsen zijn er natuurlijk bij gebaat om daarbij goede voorwaarden vast te leggen. Maar het onderhandelen over deze documentatie kan langdurig en kostbaar zijn. Een alternatief is om bestaande raamwerkdocumentatie van bijvoorbeeld vermogensbeheerders te gebruiken. Dit zijn standaarddocumenten waaraan vermogensbeheerders hun (pensioenfonds)klanten kunnen toevoegen. Dit maakt het documentatieproces eenvoudiger (het kan afgerond worden in een paar weken) en geeft het fonds toegang tot een breed scala aan tegenpartijen. Zelf onderhandelen over ISDA's neemt vaak maanden in beslag, ook als er sprake is van een beperkt aantal tegenpartijen. Tevens is het moeilijk om dezelfde voorwaarden te bedingen als in de raamwerk-ISDA's zijn vastgelegd.

5. Hoe wordt tegenpartijrisico beheerd?

Het beheer van tegenpartijrisico is erg belangrijk bij overlays. De bescherming die overlays bieden heeft alleen waarde als de tegenpartij waarmee de derivatentransactie is afgesloten (doorgaans een bank) haar verplichtingen kan nakomen. Stel, je koopt een put-optie op de aandelenmarkt en de koersen dalen. In dat scenario biedt de 'put' bescherming, maar op dat moment ben je wel afhankelijk van de solvabiliteit van de tegenpartij. Er zijn

verschillende manieren om tegenpartijrisico te reduceren. Allereerst is er onderpand: het is in de derivatenmarkt gebruik om onderpand uit te wisselen met tegenpartijen tegen de marktwaarde van de derivatenpositie. Dit reduceert tegenpartijrisico, aangezien je in geval van faillissement van de tegenpartij het onderpand kan claimen. Maar onderpand elimineert het tegenpartijrisico niet volledig, aangezien er kosten verbonden zijn aan het vervangen van de overlayposities in geval van het wegvallen van een tegenpartij. Dus voor robuust management van tegenpartijrisico is het noodzakelijk om zowel de kredietwaardigheid van tegenpartijen te analyseren en actief te monitoren als frequent onderpand uit te wisselen. Dit dient een dynamisch proces te zijn, aangezien kredietwaardigheid door de tijd heen kan veranderen. Het is daarbij belangrijk om verslechtingen in de financiële positie van partijen in een vroeg stadium te onderkennen, zodat het mogelijk is om maatregelen te nemen. Zo kun je bijvoorbeeld in normale marktomstandigheden van tegenpartij wisselen ('novatie'). Maar dit wordt moeilijker naarmate de kredietwaardigheid van een partij verslechtert. Een tijdige diagnose en snelle reactie zijn erg belangrijk.

6. *Is 'alignment of incentives' met de externe partij verantwoordelijk voor implementatie?*

Bij bovenstaande vragen hebben we aangegeven dat er een duidelijke rol is voor externe specialisten bij het implementeren van overlays. Het is daarbij belangrijk dat de beloningstructuur niet tot belangenverstrengelingen leidt. Volgens ons is een transparante, vaste beloning, bijvoorbeeld gebaseerd op de hoofdsom van de overlay, gecombineerd met transparante rapportage, de beste aanpak. Andere vormen, zoals transactiegebaseerde beloningen (bijvoorbeeld commissies), leiden snel tot tegengestelde belangen, aangezien meer frequente transacties de vergoeding verhogen, maar niet noodzakelijkerwijs in het belang van het pensioenfonds zijn.

Samenvattend zien wij overlays als belangrijk gereedschap bij het risicobeheer van pensioenfondsen. Het is daarbij belangrijk dat er niet alleen aandacht besteed wordt aan de strategie, dus het overlaybeleid, maar ook aan de implementatie. Scheiding van beleid en implementatie is volgens ons 'best practice', waarbij 'alignment of interests' met externe partijen transparant en duidelijk geregeld moet worden. ■

advertentie

Structureel en systematisch falen financiële modellen

Modellen gebruiken met gezond verstand

Er was ooit een tijd dat vermogensbeheerders het simpele adagium hadden 'stop niet al je eieren in één mandje'. Meer hoefde je eigenlijk niet te weten om het risico van je portefeuille binnen de perken te houden. De wiskunde daarvan bleef meestal beperkt tot niet meer dan 4% te beleggen in één titel.

Frits Bosch

directeur Bureau Bosch asset consultants te Nuenen

Dit mandjesconcept was succesvol en werd alom begrepen. Iedereen kende de beperkingen ervan en niemand geloofde dat het een waterdichte aanpak was. Met gezond verstand kon je een heel eind komen. De resultaten van het onderzoek van Fisher Black en Myron Scholes over 'option pricing' zorgden er in 1973 voor dat risicomanagementtechnieken vooruitstrevender werden. In de jaren daarna werd de markt overspoeld met risico-indicatoren, zoals delta, gamma, beta, duration, convexity, leverage, volatiliteit, correlatie, VaR en allerlei varianten daarop. Geen van die indicatoren waren in tegenspraak met de aloude diversificatiegedachte, eerder het tegendeel. Analisten incorporeerden deze indicatoren gretig in hun beleggingsmodel en vertrouwden steeds meer op de output. Er ontstond een blind vertrouwen: het model zegt 't, dus is 't zo. Schijnzekerheid trad op. Zo kon het gebeuren dat de wijze waarop de financiële crisis van dit decennium de portefeuilles van pensioenfondsen heeft geraakt, mede veroorzaakt werd door een structureel en systematisch falen van bestaande financiële modellen.

Beloning voor risico's nemen

Hoe kwalijk dit ook mag zijn, het biedt wel de gelegenheid om de wijze waarop de asset allocatie tot stand komt in het licht van de factor risico, opnieuw te bezien. Vermogensbeheerders die met succes hun relaties door

de crises hebben geloodst, hebben er blijk van gegeven hun risicomodellen en de beperkingen daarvan te voorzien. Zij hadden goed in de gaten dat modellen niet identiek zijn aan de realiteit en dat de veronderstellingen meestal dermate beperkend zijn dat de uitkomsten zich meer lenen als een denkraam dan als van een direct toepasbaar instrument voor het dagelijkse beleid. De consequentie is dat een kwantitatief risicomodel gecombineerd wordt met kwalitatief risicobeheer. Wat overeind blijft staan is dat we binnen de huidige volatiele markt-omgeving niet meer zonder risicomanagement kunnen. Iedere zichzelf respecterende vermogensbeheerder moet een risicomanager hebben die bekleed is met de nodige autoriteit om de hand te kunnen houden aan gemaakte risicorichtlijnen. Het moet immers duidelijk zijn wat het beleid gaat worden als risico's steil oplopen. Het moet geen last minute call zijn.

Belangrijk is ook dat we de zaken niet langer statisch beschouwen. Mijn definitie van beleggen luidt: 'beleggen betreft het voortdurend selecteren en beheren van risicodragers met het oogmerk rendement te behalen'. Populair gezegd komt dit erop neer dat je je telkens moet afvragen: 'word ik voldoende beloond voor de risico's die ik neem?' Een op risico gebaseerd asset-allocationproces veronderstelt niet alleen een gedegen onderzoek naar, en begrip van, risicodragers en bronnen van rendement, maar ook een actief inspelen op de ontwikkeling daarvan. Historie herhaalt zich zelden.

Betreurenswaardig is te moeten constateren dat ons huidige institutionele kader uitgaat van historische input (te verwachten rendementen) en dynamiek goeddeels

advertentie

negeert. Ik duid hier op FTK, herstellplannen, continuïteitsstudies en studies met historische input, die verouderd zijn op het moment dat de inkt droog is en daarom nauwelijks relevant zijn.

Dit raakt tevens mijn bezwaren tegen traditioneel ALM, zowel methodologisch als qua toepassing (hiervoor verwijs ik naar mijn boek 'Risico als obsessie'¹). ALM als totaalmodel is een oversimplificatie die niet aansluit bij de pensioenfondsenwerkelijkheid. Dat dit vrijblijvende studies zijn zonder direct praktische toepassingsmogelijkheid is bevestigd door de Commissie Frijns (par. 4.2): 'De waarneming ...is dat er geen of vrijwel geen statistisch verband kan worden ontdekt tussen geselecteerde kenmerken van pensioenfondsen, zoals vergrijzing en dekkinggraad en de mate waarin beleggingsrisico wordt gelopen.' Geen wonder. Het bestaat niet dat een model werkt dat uitgaat van volkomen rationaliteit van economisch subjecten en evenwicht op financiële markten. En het werkt ook niet, zie de ontredde die optrad bij ALM-consultants tijdens en na de financiële crisis. Het paste niet in het model: een 'unieke dijkdoorbraak'. Liever: het paste niet in de staart van de normaalverdeling vanwege een misconceptie van 'risico'. ALM heeft ervoor gezorgd dat de kortetermijnbeursrisico's onderschat werden. Door uit te gaan van langetermijninput en -output zijn desastreuze misallocaties opgetreden. Hoe is het mogelijk dat pensioenfondsen 2,5 decennia van een instrument gebruik maken dat geen duidelijke functie heeft? Welke illusionist is hier aan het werk geweest?

De illusie is eindelijk doorgeprikt maar de cognitieve dissonantie is groot. Economie is een gedragswetenschap, good old Keynes heeft daar met nadruk op gewezen. Maar die boodschap zijn we vergeten in dit land, apertrots als we zijn dat we Tinbergen als grondlegger van de econometrie voortbrachten. Verstand (rationaliteit) plus emotionaliteit bepaalt gedrag. Met name voor de pensioensector waar Vertrouwen en Solidariteit met hoofdletters geschreven worden, is dit een belangrijke gedachte. We hebben op het gebied van wat tegenwoordig gedragseconomie en 'neuro economics' wordt genoemd, veel in te halen door onze overconcentratie op ALM.

De Moderne Portefeuille Theorie (MPT) heeft het den-



ken van beleggers diepgaand beïnvloed. Deze theorie is inmiddels vijftig jaar oud en de twee crises van deze eeuw hebben het feilen ervan blootgelegd. Het kan tot misallocatie van assets leiden.

Dat tijdens de recente kredietcrisis de beleggingsrendementen zo omlaag gingen en de correlaties tussen de beleggingscategorieën zo omhoog gingen, heeft de beleggingswereld verbaasd. Bij nadere beschouwing was daar eigenlijk weinig reden voor. Die neergang had in feite meer te maken met het financiële systeem en het foutief hanteren van financiële instrumenten, dan met het instorten van de actuele waarde van onderliggende activa. Het was een systeemcrisis die werd veroorzaakt door onmatig gedrag. Diversificatie van de portefeuille ter reductie van risico en risicomanagement hebben zeker niet afgedaan. Aangezien correlaties naar 1,0 kunnen oplopen in tijden van crises, doen beleggers er verstandig aan tijdig een hedging-portefeuille met derivaten te overwegen. Statische evenwichtmodellen zijn in deze hoogvolatiele wereld uit den boze. Statisch is middel-eeuwen, dynamisch is van deze tijd. Een model kan nooit een vervanging zijn voor fundamenteel onderzoek, 'due diligence' en een dosis gezond verstand. ■

¹ ISBN 978-90-430-2112-8; zie ook www.risicoalsobsessie.nl

Afweging tussen prijs en risico

Managen van langlevensrisico

De sterke toename van de levensverwachting samen met lage dekkinggraden vereist meer controle op het langlevensrisico. Als pensioenfondsen dit risico managen, zal bijvoorbeeld de waarde van de verplichtingen minder fluctueren, wat stabiliteit van de dekkinggraad oplevert.

Wat is dat nu, het managen van het langlevensrisico?

Drs. Gert Frijters AAG

Senior Actuaris bij het Expertisecentrum Leven/Pensioen van Delta Lloyd.

Dr. Alexander van Haastrecht

Financial Risk Advisor bij het Expertisecentrum Leven/Pensioen van Delta Lloyd en Universitair Docent bij Finance and Risk Management op de Vrije Universiteit

Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen onderscheidt zich van dat van conventionele beleggers doordat ook expliciet rekening gehouden moet worden met de constante waarde van de toekomstige uitkeringen van het fonds. Een goed rendement op de beleggingsportefeuille kan immers samenlopen tot een lagere dekkinggraad voor het fonds als de verplichtingen in dezelfde periode sterker zijn toegenomen. Om grip te krijgen op de dekkinggraad is het daarom van groot belang om de beleggingen af te stemmen op de verplichtingen. Zo heeft een groot aantal fondsen renteswaps toegevoegd aan de vastrentende portefeuilles, zodat beleggingen beter aansluiten op de toekomstige uitkeringen. De renteswaps zorgen ervoor dat de beleggingen beter meebewegen met de waarde van de verplichtingen, waardoor de dekkinggraad minder gevoelig is voor veranderingen in de rentetermijnstructuur.

Een stijging van de levensverwachting kan een even zo grote impact hebben op de waarde van de verplichtingen en er is vraag naar het gedeeltelijk afdekken van het langlevensrisico. Al geruime tijd is het bekend dat de levensverwachting zal toenemen in Nederland. Het tempo waarmee deze stijging zich voordoet gaat echter sneller dan verwacht. Als gevolg van grote successen in de medische gezondheidszorg is de levensverwachting de afgelo-

pen decennia spectaculair toegenomen. De nieuwe sterf-tetafel van het Actuarieel Genootschap laat ook een sneller dan verwachte stijging van de levensverwachting zien. De gevolgen voor pensioenfondsen en verzekeraars zijn dat de kosten voor levenslang pensioen harder zullen stijgen dan is voorspeld in eerdere prognoses.

Pensioenfondsen hebben naast het afdekken van risico's een tweede doel: zoveel mogelijk rendement maken om het pensioen te kunnen indexeren. Dit brengt een extra dimensie met zich mee in het beleggingsbeleid: fondsen moeten risico's nemen om indexatiepotentieel te creëren en daarnaast risico's elimineren om onderdekking en, erger nog, het afstempelen van aanspraken te voorkomen.

Het economisch kapitaal kan als maatstaf dienen voor de ruimte om risico's open te laten staan zonder een grote kans op onderdekking. Dit is een buffer die afdoende zou moeten zijn om een flinke tegenvaller op een genomen risico te kunnen dragen.

Het volledig open laten staan van het langlevensrisico resulteert in een economisch kapitaal van ongeveer 10%. Een dergelijk economisch kapitaal is vergelijkenderwijs voldoende om ongeveer 20% van de beleggingen in aandelen te kunnen beleggen. Meer of minder aandelen leidt tot een evenredig hoger of lager benodigd economisch kapitaal. Dit betekent dat een fonds dat volledig in vastrentende waarden belegt, maar wel het langlevensrisico open laat staan, qua risicoprofiel te vergelijken valt met een fonds dat 20% in aandelen belegt maar het langlevensrisico wel heeft afgedicht. Zowel vanuit risicomangementperspectief (risicoreductie) als vanuit beleggingsoptiek (maximaal rendement bij gegeven risicobudget) kan het lonen om het langlevensrisico actief te managen.

Een van de mogelijkheden om langlevensrisico onder controle te krijgen is het (her)verzekeren hiervan. Ondanks dat het totaal aantal transacties nog relatief laag is, zijn de mogelijkheden voor het uitruilen van langlevensrisico het afgelopen jaar sterk toegenomen. In een traditionele (buy-out-)oplossing draagt een pensioenfonds alle middelen over naar een verzekeraar, die vervolgens garant staat voor de toekomstige pensioenuitkeringen en administratie hiervan.

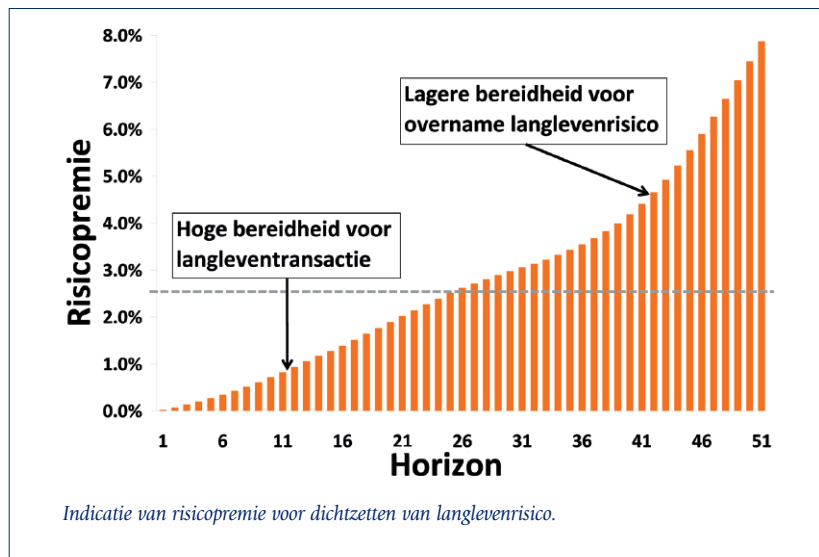
Tegenwoordig kunnen pensioenfondsen ook alleen het langlevensrisico

uitruilen via de kapitaalmarkt en gewoon als zelfstandig fonds doorgaan. In dergelijke gevallen wordt een onzekere betaling (onderhevig aan sterfterisico) geruild voor een vast bedrag. Hierdoor krijgen de toekomstige betalingen een deterministisch karakter en wordt de dekingsgraad van het fonds minder gevoelig voor veranderingen in de toekomstige levensverwachting.

Het pensioenfonds betaalt een vast bedrag en ontvangt de gerealiseerde sterfte van een afgesproken populatie. Een dergelijke ruil kan bijvoorbeeld gebaseerd worden op de daadwerkelijke populatie van het fonds ('indemnity swap'), maar ook een meer uniforme populatie zoals de Nederlandse bevolking kan gehanteerd worden ('index swap'). De index swap is over het algemeen efficiënter in te richten doordat de Nederlandse bevolking een objectievere en bredere maatstaf is. In dit geval blijft dan echter het basisrisico bestaan dat de sterfteontwikkeling van de deelnemers afwijkingen vertoont ten opzichte van de bevolking als geheel. Voor een fonds is het dus belangrijk om een afweging te maken tussen de meerwaarde van het elimineren van het basisrisico en de meerprijs van een indemnity swap ten opzichte van een index swap.

Ongeacht of er voor een indemnity of index swap gekozen wordt, is het belangrijk om te weten welke meerprijs het fonds voor verschillende leeftijden in de markt zou moeten betalen bovenop de verwachte uitkeringen van het fonds. Deze meerprijs kan geïnterpreteerd worden als de risicopremie die een investeerder wenst te ontvangen voor een sterker dan verwachte toename van de levensverwachting. Om inzicht te geven in de relatieve prijs zijn in de grafiek de prijzen voor langlevenswaps berekend voor een voorbeeldpensioenfonds.

De marktprijs voor het dichtzetten van het langlevensrisico neemt toe met de horizon van de uitkering. Deze stijging valt te verklaren uit het feit dat het risico voor de



markt lastiger te voorspellen is op langere termijn, aangezien verbeteringen in levensstijl of medische ontwikkelingen een grote impact kunnen hebben bij dergelijke looptijden. Mede hierdoor is de risicobereidheid van tegenpartijen om contracten met een dergelijk lange horizon aan te gaan zeer beperkt. Om dit langetermijnrisico voor jongere deelnemers te managen lijken aanpassingen binnen het pensioencontract, bijvoorbeeld de koppeling van pensioenleeftijd en levensverwachting, een passender oplossingsrichting.

Langer doorwerken

Om grip te krijgen op de dekingsgraad is het voor pensioenfondsen belangrijk om de beleggingen af te stemmen op de verplichtingen. Hierbij kan rekening gehouden worden met zowel rente- als langlevensrisico. In dit artikel hebben we ons gericht op de mogelijkheden voor het afdekken van het langlevensrisico.

De belangrijkste constatering is dat de prijs voor afdekken van langlevensrisico toeneemt met de horizon van de verplichting. Bij lange looptijden lijkt het afdekken van langlevensrisico minder opportuun, omdat de prijs voor het verzekeren van langlevensrisico nog erg hoog ligt. Een efficiëntere oplossing voor langlevensrisico op de lange termijn lijkt langer doorwerken. Het afdekken van langlevensrisico bij een kortere horizon, bijvoorbeeld een groep met gepensioneerden, kan wel effectief zijn. De prijs voor deze manier van afdekken is gunstiger, waarbij de meerwaarde van zekerheid voor een dergelijke groep hoger is doordat zij niet meer werken. ■

Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.

advertentie

Maak onderbouwde modelkeuze voor de langere termijn

Waardeer het leven!

Vraagt u vandaag de dag een pensioenfondsbestuurder naar de top-3 van risico's, dan noemt hij hoogstwaarschijnlijk de toegenomen levensverwachting.

Dr. Muriël van den Berg AAG

Beleidsmedewerker bestuursbureau SPMS

Wie had zo'n tien jaar geleden bedacht dat pensioenfondsen anno nu tot wel 10% dekkingsgraad 'opofferen' om de prijs van het langer leven te betalen? In 2007, ten tijde van de invoering van het Financieel Toetsingskader, lag de focus primair op het rente- en zakelijke waardenrisico. Nu dringt het marktwaardedenken door tot de passiefzijde van de balans.

Het echte marktwaardedenken betekent dat ook ten aanzien van de levensverwachting een 'best estimate' wordt gemaakt – het liefst omringd door een onzekerheidsmarge. Gezien de impact die deze best estimate heeft op de financiële positie van een pensioenfonds, is het cruciaal om een adequate schattingsmethode te kiezen. De tijd dat pensioenfondsen een standaardoverlevingstafel volgen en daarop een eenvoudige leeftijds-correctie maken, is definitief voorbij. De sector zelf – en niet DNB – moet het heft in handen nemen om de kwaliteit van de overlevingsmodellen te verbeteren.

Recentevoorspellingen

De recente prognosetafels van het Actuariel Genootschap (AG) becijferen een gerealiseerde en verwachte toename van de levensverwachting. Na een aarzelend model in 2007, waarin de eerste tekenen van de sterfteverbeteringen na de millenniumwisseling nog onderbelicht waren, zet de trend nu stevig door. Hiermee overtreft het AG de prognoses die het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) begin en eind 2010 publiceerde. Volgens het AG wordt een man die in 2060 het levenslicht ziet 85,9 jaar oud en een vrouw 87,6 jaar¹. Het CBS verwacht dat een man uit het geboortecohort 2060 84,5 jaar oud wordt en een vrouw 87,4 jaar².

Te hanteren model

De schattingen van het AG en het CBS ontlopen elkaar op dit moment enigszins. De opbouw van de modellen is overigens totaal verschillend. Het AG-model is een puur datamodel: de sterftetekansen in de toekomst zijn afgeleid van sterftetekansen uit het verleden. Het AG-model is door experts aan uitgebreide tests onderworpen. Een belangrijk vereiste is de robuustheid van de schattingen. Zo denkt het AG (en hoopt de sector) dat de levensverwachting van de opvolgers van het model in lijn liggen met de huidige voorspellingen.

Het CBS-model is niet datagedreven, maar gebaseerd op een extrapolatie van doodsoorzaken. In dit model worden verwachtingen van deskundigen over ziektebeelden en sterfteontwikkelingen gekwantificeerd.

Modelverbetering

Het is niet de bedoeling van dit artikel om een kwalitatief oordeel te vellen over de verschillende modellen. Het mag echter als een gunstig signaal worden opgevat dat het AG aangeeft in de toekomst verdere samenwerking te zoeken met het CBS en andere experts. In dit rijtje mogen de demografen (NIDI) en medici zeker niet ontbreken.

Daarnaast moet de pensioensector zelf belangrijke informatie leveren om de modelkwaliteit te verbeteren. Het CBS en het AG leveren prognoses van de levensverwachting voor de hele bevolking in Nederland. Een typische pensioenfondspopulatie is echter gezonder en leeft langer dan 'de gemiddelde bevolking'. Om hiermee rekening te houden, verzamelen verschillende actuariële adviesbureaus de sterftestatistieken van hun pensioenfondscliënten en maken op basis hiervan een eigen model. Deze modellen zijn in de loop der tijd gelukkig steeds verder geëvolueerd. Waar in het verleden nog

werd volstaan met het hanteren van een leeftijdsterugstelling om het verschil in bevolkings- en fondssterfte te ondervangen, wordt nu veelal gewerkt met leeftijdsafhankelijke correctiefactoren.

Pensioenfondssterfte

Het zou nog beter zijn als de pensioenfondsen zelf de sterftegegevens 'poolen' in een grote sterftedatabase. De fondsen kunnen daarbij relevante informatie leveren over de samenstelling van het deelnemersbestand – zoals het type werkzaamheden dat de deelnemer verricht – en determinanten van de levensverwachting zoals de opleiding en/of het salaris van de deelnemer. Indien het lukt om sectorbreed een dergelijke sterftedatabase op te zetten, is het mogelijk om de eigen pensioenfondssterfte af te leiden uit 'peer groups'. Dit heeft ontegenzeggelijk een voordeel ten opzichte van de huidige praktijk. De modellen van adviesbureaus betekenen een grote vooruitgang ten opzichte van de algemene bevolkingsmodellen. Maar het blijven modellen die – bijna per definitie – gebaseerd zijn op een heterogene populatie. Pensioenfondsen moeten op deze modellen nog steeds een fondsspecifieke correctie toepassen. En aangezien de fondsen in Nederland, op een paar pensioenreuzen na, in statistisch opzicht te klein zijn om echt eigen sterftegrondslagen te hanteren, blijven de correcties grofmazig en moeilijk te valideren.

Het verdient sowieso aanbeveling dat het CBS en/of het AG modellen opstelt voor verschillende typen pensioenfondsen. In het kader van modelverbeteringen is het ook noodzakelijk om op te merken dat een model met louter een 'best estimate' te karig is. Ook op dat vlak is er van de AG-zijde nog een verfijning mogelijk.

Meer dan best estimate

Wat dat aspect betreft loopt het CBS voorop. Het aardige van de CBS-prognoses is dat rondom de best estimate wordt aangegeven tussen welke waarden de levensverwachting zich redelijk zeker (67%) en zeer waarschijnlijk (95%) begeeft. Zo is het redelijk zeker dat een 0-jarige man in 2060 tussen de 81,8 en 87,2 jaar oud wordt. Het is zeer waarschijnlijk dat deze man tussen de 79,0 en 90,0 jaar oud wordt².

Maar wat is dan de praktische toegevoegde waarde van deze bandbreedtes? Uiteindelijk is er toch maar één voorziening pensioenverplichtingen (VPV) en één bijbehorende dekkingsgraad? Die gedachte moet worden los-

gelaten. Net zoals er meer reële dekkingsgraden naast elkaar kunnen bestaan – gebaseerd op loon- en prijsinflatie – is het goed mogelijk om dekkingsgraden op basis van een pessimistische en optimistische levensverwachting te publiceren.

Dit biedt de fondsbesturen veel meer inzicht dan de huidige praktijk. Daar waar in ALM-modellen talloze scenario's aan de actiefzijde van de balans worden onderscheiden, met verschillende beleggingsmixen en economische wereldbeelden, zijn de kasstromen aan de verplichtingszijde slechts een deterministische gegevensstroom. Terwijl we nu juist hebben vastgesteld hoe turbulent het leven kan zijn!

Praktisch en economisch gezien zouden fondsen in deze roerige tijden beter minimaal de 67%-ondergrens kunnen hanteren, met daarnaast uiteraard de fondsspecifieke correcties. Vervolgens worden de grondslagen binnen afzienbare tijd – zo'n drie jaar – opgeschaald naar de best estimate. Een dergelijke toegroei naar de best estimate (of iets hoger) zou onderdeel kunnen uitmaken van een aangepast herstelplan. Hiermee worden mogelijk kortingsmaatregelen vermeden. Uiteraard geldt dat fondsen zich bij het nemen van voorwaardelijke indexatiebeslissingen wel moeten baseren op de best estimate (of iets hoger). Het spreekt voor zich dat er niet wordt uitgedeeld voordat de grondslagen op een 'normaal peil' liggen.

Hiermee wordt voor een deel een belangrijk langlevensprobleem naar de toekomst verschoven. De financiële gevolgen van het langer leven manifesteren zich in de komende decennia gestaag. Het langlevensprobleem is weliswaar een zeer groot risico, maar geen urgent risico. Het is anderzijds uiteraard niet de bedoeling dat fondsen nu altijd in de onderste regionen van de levensverwachting 'blijven hangen'. Bij een volgende overlevingstafel is het wel degelijk de bedoeling om direct aan te sluiten bij de best estimate.

Dit roept direct de vraag op hoe hoog de best estimate van een toekomstige overlevingstafel zal zijn. In theorie is de best estimate van een nieuwe prognosetafel gelijk aan de best estimate van nu. Of zet de acceleratie van de levensverwachting nog verder door en moeten de fondsen nu alvast gaan reserveren voor een toekomstige tafel (en dus iets hoger mikken dan de best estimate)? Ten tijde van het verschijnen van de vorige AG-prognosetafels was bekend dat er mogelijk sprake was van een onderschatting. Het huidige model lijkt allengs robuuster en sluit beter aan op levensverwachtingen in de ons omringende landen. Maar het blijft turen in een glazen bol. Wat kunnen fondsen daaraan doen? Fondsbesturen



moeten, afhankelijk van hun visie, een onderbouwde beslissing nemen om wel of niet een additionele voorziening 'omrekening overlevingstafels' te treffen. Overigens verdient het aanbeveling om alvast te bedenken wat er gebeurt als de levensverwachting bij een volgende overlevingstafel daalt. Valt er dan direct een deel van de voorziening vrij? Indien het fonds uitgaat van de best estimate is het antwoord eenduidig: ja, dit doet recht aan het marktwaardedenken in zijn zuiverste vorm. Indien het fonds werkt met bandbreedtes doet het er goed aan om vooraf te spreken welk deel van de voorziening vrijvalt. Dit zijn vraagstukken die vandaag de dag niet aan de orde zijn, maar waarover al wel beleidsmatig moet worden nagedacht door fondsbesturen. En ook door de certificerende actuaris en de externe accountant van pensioenfondsen.

Wie beheerst het lang leven?

In deze bijdrage zijn enkele suggesties gedaan om het gebruik van overlevingsmodellen te verbeteren. Het hanteren van bandbreedtes, een duidelijke rol voor langlevensscenario's in ALM-studies en het poolen van sterftegegevens door de sector, zijn hierbij onontbeerlijk. Een fondsbestuur dat in control is, kiest voor een op maat gemaakt overlevingsmodel. Dit model zal – zolang er nog geen geïntegreerde modellen bestaan – veelal geënt zijn op het CBS-model of op het AG-model. Het fonds vaart hiermee een zorgvuldig uitgestippelde koers.

Het past dan niet dat de toezichthouder de route van de pensioenfondsen doorkruist. Het is geen taak van DNB om overlevingstafels van het type X of Y op te leggen aan de sector. In 2010 school er enige legitimiteit in de actie van DNB, die voortkwam uit het bredere belang om de financiële posities van pensioenfondsen te bewaken, met andere woorden te voorkomen dat er onterecht te veel zou worden geïndexeerd. Nu is hiervan echter geen sprake. Een fondsbestuur dat in control is, maakt een onderbouwde modelkeuze voor de langere termijn. Het is vervolgens de rol van de actuaris (ten aanzien van de VPV) en van de accountant (ten aanzien van de gehele jaarrekening) om vast te stellen of de voorzieningen toereikend zijn vastgesteld. Daarnaast zal de accountant ook zeker onderzoeken of er geen vormen van overprudentie aanwezig zijn. Denk hierbij aan het vraagstuk over een mogelijke toekomstige vrijval uit de VPV. Kortom, het marktwaardedenken aan de verplichtingenkant leidt tot interessante discussies. En dan is de waardering van de levensverwachting in het nieuwe pensioencontract nog niet eens aan de orde geweest! ■

Deze bijdrage is op persoonlijke titel geschreven.

¹ Actuariel Genootschap (2010). Prognosetafel 2010-2060, p. 17.

² CBS (2010). Bevolkingsprognose 2010-2060: sterkere vergrijzing, langere levensduur.

advertentie

Effecten premieverhoging of minder indexeren

Pensioenbuffers en conjunctuurencyclus

Het Nederlandse systeem van pensioenfondsen is om verschillende redenen uniek in de wereld: door de omvang van het systeem en door de hoge buffers. De omvang van het systeem komt doordat veel werknemers hieraan deelnemen. Het betreft dus een groot deel van de Nederlandse bevolking.

Roel Beetsma

Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam en Netspar

De relatief hoge buffers zorgen ervoor dat wij in vergelijking met andere landen de gevolgen van de vergrijzing op 'relatief' gemakkelijke wijze kunnen opvangen. De buffers vervullen ook nog andere functies. Ze zorgen ervoor dat pensioenfondsen economische, financiële en demografische risico's kunnen opvangen zonder dat de betaling van de pensioenen direct in gevaar komt en ze maken risicodeling tussen generaties mogelijk. Wanneer een negatieve schok, zoals een daling van de aandelenmarkten, het systeem treft dan kunnen de gevolgen deels opgevangen worden door een daling van de buffers in plaats van enkel een verlaging van de pensioenuitkeringen. De hogere premies die nodig zijn voor het herstel kunnen bovendien gespreid worden over meerdere generaties van werknemers en hoeven niet in één keer te worden opgebracht.

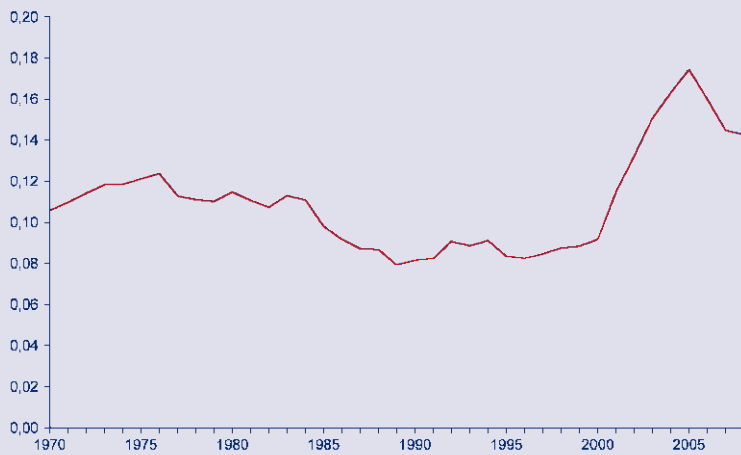
Fluctuatiedemping

De pensioenbuffers hebben verder nog functies die minder vaak belicht worden. Dat betreft de mogelijkheid om fluctuaties in de pensioenpremies te dempen en de buffers voor contracyclisch beleid in te zetten, waarmee de bewegingen in de Nederlandse conjunctuur kunnen worden beperkt. De arbeidsmarkt wordt zo weinig mogelijk verstoord en dus is het arbeidsaanbod gemiddeld genomen maximaal wanneer belasting- en premievoeten zoveel mogelijk constant gehouden worden.

Vanuit dit perspectief is het bijvoorbeeld beter om een constante pensioenpremie van 20% te hebben dan afwisselend het ene jaar een premie van 15% en het andere jaar een premie van 25%. De daling van het arbeidsaanbod wanneer de premie stijgt van 20 naar 25% is namelijk groter dan de stijging van arbeidsaanbod wanneer de premie daalt van 20 naar 15%.

De aanwezigheid van de pensioenbuffers zorgt er dus voor dat bij een gegeven gemiddelde premie de feitelijke premie zoveel mogelijk constant kan worden gehouden. Bij een tijdelijke negatieve schok, zoals een tijdelijke daling van de lange rente, blijft de premie ongewijzigd en daalt de buffer, terwijl het omgekeerde gebeurt bij een tijdelijke positieve schok. Figuur 1 laat zien dat het feitelijke premiebeleid in de afgelopen vier decennia is afgeweken van het principe om de premie zoveel mogelijk constant te houden. Vanaf midden van de jaren 70 tot eind jaren 80 zijn de premiebetalingen gestaag gedaald. Dit zijn de tijden van de premievakanties en soms terugstortingen vanuit fondsen naar werkgevers. Vervolgens zijn de premies vanaf het begin van deze eeuw scherp gestegen om de buffers te herstellen na de 'dot-com bubble'. Tussen 2005 en 2008 zijn de premies gedaald, terwijl ze recent weer gestegen zijn (hier niet afgebeeld) als gevolg van de crisis in de pensioensector.

Vanzelfsprekend kan de premie niet ongewijzigd blijven wanneer een fonds getroffen wordt door een permanente schok, bijvoorbeeld een permanente daling van de lange rente of een stijging van de levensverwachting. Bij een ongewijzigde pensioenregeling moet de premie in die gevallen naar een permanent hoger niveau, waarna hij constant blijft zolang er geen nieuwe permanente



Figuur 1: Pensioenpremies als deel van de nationale brutolooisom
Bron: CPB Memorandum bij Goudswaard en anderen (2010).

schokken optreden. Het probleem hierbij is natuurlijk dat in de meeste gevallen niet met zekerheid valt te zeggen of een schok permanent is. Vooral bij een renteverandering is dit een probleem en de onzekerheid over de mate waarin de huidige lage rente permanent is, kan worden aangegrepen om de premies niet te veel te verhogen. Ward Romp, onderzoeker in een gezamenlijk project van Mn Services en de Universiteit van Am-

sterdam, vergelijkt de effecten van premieverhoging met lagere indexering wanneer pensioenbuffers moeten worden hersteld. Lagere indexering omvat feitelijk ook een vermindering van de opgebouwde rechten ('afstempelen') omdat afstempeling economisch hetzelfde is als negatieve indexering. Beide maatregelen zetten de arbeidsmarkt in negatieve zin onder druk, maar vooral het verschil in grootte van de effecten is opvallend. Een verhoging van de pensioenpremie met één procentpunt, zonder dat daar (in geval van herstel) extra opbouw tegenover staat, is economisch hetzelfde als een verhoging van de inkomstenbelasting met één procentpunt. Overheden zijn erg terughoudend met het verhogen van de marginale belastingtarieven tijdens een recessie, maar pensioenfondsen introduceren zonder problemen een herstellpremie van meerdere procentpunten. Lagere indexering is vergelijkbaar met een lumpsumbelasting zonder versturende effecten.

advertentie

Uit hetzelfde onderzoek blijkt ook dat de snelheid waarmee de arbeidsmarkt zich herstelt grotendeels wordt bepaald door de tijd die pensioenfondsen krijgen om hun buffers aan te vullen. Hier staan beleidsmakers voor een moeilijke keuze: snel herstel van de buffers verergert de recessie, terwijl een langere herstelperiode de recessie verlengt.

Pensioenbuffers kunnen ook een nuttige rol vervullen in het dempen van de effecten van schokken op de conjunctuurbeweging. Dit mechanisme werkt via de vraagzijde van de economie. In dit verband is het belangrijk om te constateren dat dalingen in de effectenmarkten vaak optreden op het moment dat het slecht gaat met de reële economie. Dit was het geval na het barsten van de dot-

com bubble en dat is ook nu het geval. Een abrupt herstel van de geslonken buffers zou een scherpe stijging van de pensioenpremies betekenen, gecombineerd met lagere indexering van de pensioenrechten. Elk van deze aanpassingen heeft een negatief effect op de koopkracht en zal een recessie in de reële economie versterken. Maar voor een gegeven verbetering van de dekkinggraad zal minder indexering een kleiner negatief vraag-effect hebben dan een premieverhoging. De reden is dat de premieverhoging een-op-een doorvertaald wordt in het huidige

besteedbare inkomen van alle deelnemers in de pensioenfondsen, terwijl minder indexeren enkel het huidige besteedbare inkomen van de gepensioneerden aantast en het besteedbare inkomen van werknemers pas wanneer deze met pensioen gaan. Beetsma en Romp (2009) verschaffen een kwantificering van beide kanalen.

Volgens van Ewijk (2005) hebben de premieverhogingen van vier tot vijf procentpunten gemiddeld, tijdens de vorige crisis, het besteedbare inkomen dusdanig onder druk gezet dat het economische herstel significant werd afgeremd. Hetzelfde dreigde nu weer te gebeuren, maar dat gevaar lijkt op korte termijn te zijn afgewend door de bepaling van de Minister van SZW dat de premies voor komend jaar niet omhoog hoeven. Zoals eerder aangegeven zouden bij tijdelijke schokken in de buffers de pensioenpremies constant moeten worden gehouden, terwijl permanente negatieve schokken vragen om een verhoging van de premies. Echter, tijdens laagconjunctuur zou de premiestijging kunnen worden uitgesteld of

zouden premies zelfs moeten worden verlaagd, als ze maar voldoende worden verhoogd zodra de conjunctuur is hersteld.

In dit geval moet er dus een afweging worden gemaakt tussen de vraagkant en de aanbodkant van de economie, die pleit voor het zoveel mogelijk constant houden van de premies. Een gevaar van dit beleid is het probleem van de 'tijdsinconsistentie'. Zodra het moment van premieverhoging is aangebroken gaan belanghebbenden proberen de verhoging tegen te houden. Hier ligt dus een taak voor een sterke toezichthouder die de premieverhoging moet afdwingen.

Het huidige financiële toetsingskader (FTK) is microgeoriënteerd. Dat wil zeggen dat het zich richt op de

financiële gezondheid van ieder individueel fonds zonder rekening te houden met de mogelijke perverse effecten van het toezicht op de macro-economie als geheel. Deze keerzijde krijgt nauwelijks aandacht in het recente evaluatierapport van het FTK (zie Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 2010, en Beetsma, 2010). Idealiter zou het FTK dus rekening moeten houden met de conjuncturele situatie en een langzamer herstel eisen bij laagconjunctuur dan bij hoogconjunctuur. ■



Referenties

- Beetsma, R. (2010), Het financieel toetsingskader van de pensioenen geëvalueerd, *Economisch Statistische Berichten*, No. 4597, 678-681, 12 november.
- Beetsma, R. en W.E. Romp (2009), Herstelplannen, bestedingseffecten en continuïteit, *Economisch Statistische Berichten*, No. 4558, 230-3, 17 april.
- Ewijk, C. van (2005), Reform of occupational pensions in the Netherlands, *De Economist*, Vol.153, 331-347.
- Goudswaard en anderen (2010), *Een sterke tweede pijler: naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen*, Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen.
- Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (2010), *Rapport evaluatie financieel toetsingskader*, Kamerstuk 1 april 2010, <http://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/pensioen/documenten-en-publicaties/kamerstukken/2010/04/07/rapport-evaluatie-financieel-toetsingskader.html>.

advertentie

Herstel aandelenmarkten en lange rente is niet vanzelfsprekend

Mean reversion en de dekkingsgraad

Pensioenfondsen hebben langs twee kanalen te maken met grote invloed op hun dekkingsgraad door schokken in financiële prijzen. In de teller van de dekkingsgraad speelt de aandelenprijs een grote rol, terwijl de noemer vooral wordt bepaald door de nominale lange rente.

Jaap Bikker

Senior onderzoeker divisie Toezicht
Beleid van DNB en hoogleraar
Banking & Regulation aan de
Universiteit Utrecht

In maart 2009 bereikten de meeste aandelenmarkten mondiaal hun laagste niveau sinds tijden. In minder dan twee jaar verloren aandelenindices wereldwijd gemiddeld ongeveer 50% van hun waarde. In deze periode ontwikkelde zich een levendig debat over de koersbewegingen in de (nabije) toekomst. In de media werd regelmatig betoogd dat herstel op korte termijn zou volgen. Dat herstel is inderdaad opgetreden. Eind 2009 waren de aandelenmarkten gemiddeld weer ongeveer 30% in waarde gestegen ten opzichte van maart 2009. Het is dan ook verleidelijk te denken dat herstel na de grote inzinking van de kredietcrisis vooraf te voorspellen was geweest. In de economische literatuur wordt deze voorspelbaarheid aangeduid met 'mean reversion' in aandelenkoersen. Met mean reversion wordt de mate bedoeld waarin uit het evenwicht geraakte aandelenkoersen stapsgewijs terugkeren naar hun evenwichtsprijs. De evenwichtsprijs zou theoretisch de som zijn van de verdisconteerde toekomstige dividendontvangsten, zodat er een verband is met de reële

economie. Toekomstige dividenden en de disconteringsvoeten daarvan zijn natuurlijk niet bekend.

Het al dan niet aanwezige terugkeergedrag van aandelenkoersen naar hun langetermijngemiddelde (of fundamentele) waarde heeft diverse belangrijke economische gevolgen. Studies laten zien dat er winstgevendende beleggingsstrategieën bestaan, die gebaseerd zijn op terugkeergedrag van aandelenkoersen. Terugkeergedrag van aandelenkoersen zou beleggingen in aandelen voor pensioenfondsen aanzienlijk aantrekkelijker maken. Lage opbrengsten nu worden bij terugkeergedrag immers gevolgd door hogere verwachte opbrengsten in de (nabije) toekomst. Op grond hiervan zouden pensioenfondsen bijvoorbeeld kunnen besluiten om aandelen bij te kopen na een periode van relatieve koersdalingen. Dit wordt ook wel aangeduid met 'rebalancing'.

In de literatuur wordt veel aandacht besteed aan economische verklaringen voor het verschijnsel van terugkeergedrag in aandelenkoersen. De economische theorie leert dat de aandelenkoers wordt bepaald door toekomstige winsten of dividenden en hun discontovoeten. Het is te verwachten dat de aandelenprijs zich op den duur naar deze (onbekende)

waarde beweegt. Vervolgens is er een aantal redenen waarom een prijs lang wegblijft van de fundamentele waarde. Eén oorzaak is irrationeel gedrag van speculerende 'noise traders', die veroorzaken dat aandelenkoersen sterk kunnen afwijken van hun fundamentele waarde. Irrationele prijsbewegingen kunnen ook worden veroorzaakt door ander irrationeel gedrag van beleggers, zoals bevliegingen en 'stokpaardjes'. Ook overreactie op financieel nieuws en opportunistisch gedrag van beleggers kunnen een rol spelen. Onzekerheid over het herstel van de economie, veroorzaakt door bijvoorbeeld een oorlog of mondiale recessie, kan daaraan bijdragen. Een andere oorzaak van fluctuaties zouden zogenaamde rationele speculatieve 'bubbles' kunnen zijn.

Rentevoeten spelen een grote rol bij de berekening van de dekkingsgraad, doordat de toekomstige pensioenverplichtingen worden verdisconteerd tegen de in de markt waargenomen swapcurve. Deze heeft recent een historisch laag niveau bereikt, onder invloed van risicoaversie bij beleggers, de onzekere economische vooruitzichten en een groot vertrouwen dat de monetaire beleidsmakers de inflatie in toom kunnen en zullen houden. De cruciale vraag is of de kapitaal-

marktrente de komende jaren laag blijft of dat deze weer terugkeert naar een langetermijngemiddelde. Ook hier hebben velen uitgesproken te verwachten dat de rente 'vanzelf' wel weer naar een hoger niveau gaat. De economische theorie leert dat er een vaste verhouding is tussen de reële rente en de economische groei per hoofd, die op lange termijn wordt gedreven door technologische vooruitgang. Op korte termijn kan deze verhouding worden verstoord door onder meer vraag- en aanbodschokken.

In feite weten we niet veel over de technologische vooruitgang, maar het lijkt redelijk te veronderstellen dat de doorwerking hiervan op de economie een zekere geleidelijkheid heeft. De nominale rente wordt tevens bepaald door de inflatieverwachting, die volatiel is onder invloed van exogene schokken in de economie of het monetaire en budgettaire beleid, en een premie voor de betrokken onzekerheid. Het is op grond van de theorie waarschijnlijk dat nominale rentes 'mean reversion' zijn, omdat er voor rente een ondergrens van nul bestaat en centrale banken met monetair beleid proberen te voorkomen dat de inflatie (en daarmee de rente) omhoog doorschiet. Een excessief hoge rente zou bovendien de economische groei remmen, waardoor de rente op een gegeven moment weer zou dalen. Om deze redenen is mean reversion verondersteld in veel rentemodellen die in de beleggingwereld worden gebruikt. Dit artikel gaat nader in op de vraag of aandelenprijzen en rentevoeten op de langere termijn inderdaad systematisch terugkeergedrag vertonen.

De literatuur beschrijft twee methodes om het terugkeergedrag van aandelenprijzen te analyseren. Bij relatieve mean reversion wordt de

mate van terugkeer naar een expliciet gemodelleerde fundamentele waarde van de betrokken aandelenprijs gemeten. Recent onderzoek past deze methode toe op historische gegevens van aandelenindices van achttien industriële landen (waaronder alle grote westerse landen) over 110 jaar¹. Hierbij wordt steeds het gewogen gemiddelde van de indices over deze landen als fundamentele waarde genomen.

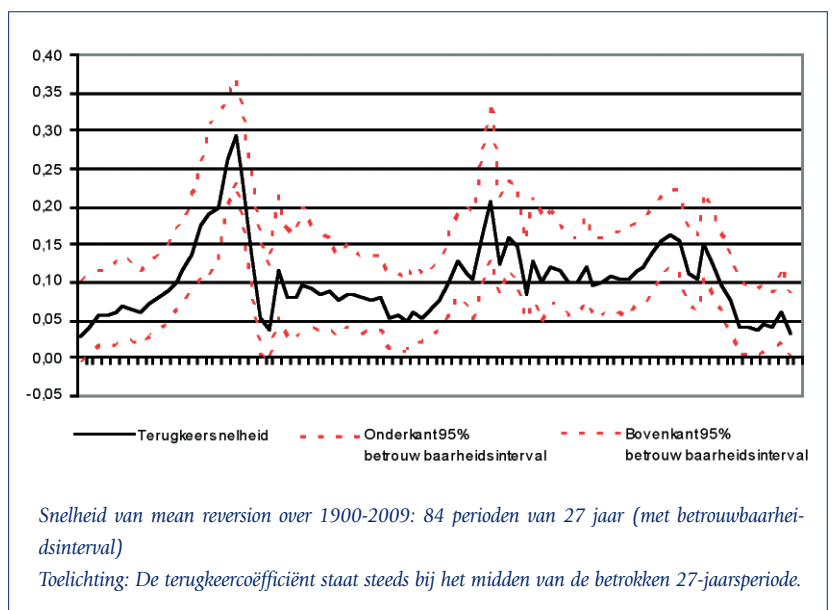
Als de mate van terugkeer wordt geschat voor de achttien landen afzonderlijk, dan blijkt deze per land tussen de 1% en 10% per jaar te liggen. Maar voor geen enkel land is de terugkeercoëfficiënt statistisch significant. Een schatting gebaseerd op alle achttien landen samen geeft met 5% per jaar wel een 'wereldwijde' mate van terugkeer die statistisch significant is. Dit effect is wel heel erg klein en impliceert dat een schok op de aandelenprijzen gemiddeld pas na bijna veertien jaar voor de helft wordt gecompenseerd met een tegengestelde beweging naar het langetermijngemiddelde. Deze uitkomst komt goed overeen met andere in de economische literatuur voorkomende studies naar mean reversion in aandelenprijzen, in het

bijzonder de meer recente, die goed rekening houden met de statistische vereisten.

Om eventuele fluctuaties in de terugkeersnelheid over de tijd te analyseren, is een zogenoemde 'rolling window'-analyse uitgevoerd. Daarin is de mate van terugkeer geschat voor perioden van 84 elkaar gedeeltelijk overlappende perioden van 27 jaar. Deze intervallen beginnen achtereenvolgens in 1900, 1901, 1902, et cetera tot en met het meest recente interval 1982-2009. Figuur 1 laat de schattingen van de terugkeercoëfficiënt zien over deze achtereenvolgende perioden.

Ten eerste blijkt dat de mate van terugkeer sterk varieert over de tijd: van 3% tot 29%. Rond 1913 en 1937 was de terugkeercoëfficiënt zelfs niet significant verschillend van nul.

Ten tweede blijken er perioden te zijn waarin de terugkeersnelheid veel hoger ligt dan in de tussenliggende tijdvakken, namelijk rond 1933, 1963 en 1984. De terugkeersnelheid is kennelijk hoger in perioden van grotere financiële en economische onzekerheid. De hoge terugkeercoëfficiënten rond 1933 zouden dan het gevolg zijn van de 'grote depressie',



die rond 1963 van zowel de Berlijn- en Cuba-crisis als de oorlogen in Korea en Vietnam, en die rond 1984 van de oliecrisis in 1973 en 1979 en 'Black Monday' in 1987.

Zoals eerder genoemd wordt in de literatuur de verklaring voor terugkeergedrag gezocht in verschijnselen die schokken in aandelenkoersen teweegbrengen, zoals overreactie en opportunisme van beleggers, rationale bubbles en economische en politieke onzekerheid. Voor elke verklaring geldt dat relatief grote schokken tijdens economische, financiële of politieke onzekerheid in een relatief kort tijdsbestek worden gevolgd door terugkeer naar het internationale gemiddelde, als benadering van de onderliggende fundamentele prijs. Dit leidt dan tot een relatief grote terugkeersnelheid.

De halfwaardetijd of de halveringstijd meet de periode die aandelenprijzen nodig hebben om de helft van de geaccumuleerde schokken, ofwel de afstand tot de fundamentele prijs, te absorberen. De halfwaardetijd varieert van een minimum van respectievelijk twee, drie en vier jaar rond 1933, 1963 en 1984 tot een maximum van bijna 24 jaar rond 1915 (midden eerste periode) en 1996 (midden laatste periode)². De betrouwbaarheidsintervallen uit de grafiek laten tevens zien hoe groot de onzekerheid is rondom deze halfwaardetijden, vooral gedurende de afgelopen twintig jaar. Deze uitkomsten onderstrepen hoezeer de keuze van de steekproefperiode de terugkeersnelheid en de halfwaardetijd beïnvloeden. De resultaten suggereren echter opnieuw dat aandelenprijzen sneller naar de fundamentele waarde terugkeren ten tijde van grote onzekerheid, zoals veroorzaakt door ingrijpende economische en politieke gebeurtenissen.

Nominale lange rente

De schattingsuitkomsten van mean reversion in de kapitaalmarktrente vertonen opvallend genoeg grote overeenkomsten met die van aandelenprijzen. Het bewijs van mean reversion in de literatuur is mager, of het nu gaat om de nominale of de reële rente. De jaarlijkse terugkeer per land gemeten is gering en niet snel significant verschillend van nul. Interne schattingen van DNB, gebaseerd op twee eeuwen aan gegevens van Nederland en enkele grote andere landen samen, komen uit op bijna 5%, wat overeenkomt met een gemiddelde terugkeertijd van veertien jaar. Deze uitkomsten lopen vrijwel parallel met geavanceerde schattingen in de literatuur. Minder geavanceerde schattingen laten veelal nog lagere percentages zien. Een andere opvallende overeenkomst is de sterke variatie van deze terugkeerparameter in de tijd.

Conclusie

Voor achttien economisch en financieel ontwikkelde landen is aangetoond dat aandelenkoersen gedurende de afgelopen 110 jaar weliswaar terugkeergedrag naar het langetermijngemiddelde laat zien, maar dat dit verschijnsel een geringe invloed heeft. De stapjes waarmee aandelenkoersen terugkeren naar hun fundamentele waarde zijn klein, terwijl de onzekerheid rondom de terugkeersnelheid groot is. Bovendien blijkt uit de analyse dat de terugkeer naar het langetermijngemiddelde sterk over de tijd fluctueert: behoorlijk groot ten tijde van grote financiële en economische crises en heel bescheiden of zelfs niet significant gedurende tussengelegen, rustige tijdvakken.

Zoals in de inleiding uiteen is gezet, hebben deze uitkomsten belangrijke economische gevolgen voor pensioenfondsen. Terugkeergedrag van aandelenkoersen impliceert dat beleggingen in aandelen op lange termijn tot minder onzekere opbrengsten leiden. Bovenstaande analyse maakt duidelijk dat terugkeergedrag sterk over de tijd varieert, relatief gering van omvang is en aan grote onzekerheid onderhevig is. Het is dus onverstandig om in het beleggingsbeleid rekening te houden met mean reversion. Ook de standaard rebalancing-aanpak van pensioenfondsen op basis van mean reversion alleen, is onvoldoende gegrond. Deze strategie van goedkoop kopen en duur verkopen gaat immers alleen goed bij voldoende systematisch terugkeergedrag. Maar van regelmatig en automatisch herstel van aandelenkoersen is immers in werkelijkheid nauwelijks sprake, zodat van tevoren niet bekend is wanneer aandelen goedkoop of duur zijn. Schattingsuitkomsten over de periode 1800-2010 voor de kapitaalrente laten zien dat het gemiddeld genomen veertien jaar duurt voordat de helft van de afwijking tot de normale waarde ongedaan wordt gemaakt. Ook hier speelt onzekerheid een grote rol. Een belangrijke boodschap voor pensioenfondsen is dat ze niet kunnen rekenen op een spoedige mean reversion van de lange rente nu deze historisch laag is. Als onderdekking dreigt, zijn daarom andere maatregelen noodzakelijk. ■

¹ Spierdijk, L., J.A. Bikker, P. van den Hoek, 2010, Mean reversion in international stock markets: an empirical analysis of the 20th century, DNB Working Paper nr. 247.

² Als de terugkeersnelheid per jaar λ is, duurt het gemiddeld N jaar voordat de helft tussen de huidige en fundamentele waarde is verdwenen. Daarbij wordt gebruik gemaakt van de formule $(1-\lambda)^N = 0,5$ ofwel $N = \log(0,5)/\log(1-\lambda)$. Als λ 5% is, dan is N bijna 14 jaar.

Zijn er genoeg instrumenten voor een goed balansmanagement?

Geen lusten zonder lasten

Crisis of niet, pensioenfondsbestuurders moeten vandaag de dag flink wat kennis hebben van het reilen en zeilen in pensioenland. Een bestuurder heeft op zijn to-do-lijstje risicomangement staan, en daarmee samengaan een flinke portie beleggingstechniek.

Mr. Angelique Joosen
CPL Pension Legal Client Manager
Kristin Vandenplas AAG
ALM-consultant

Risico's worden daarbij ingegeven door de 'core business' van pensioenfondsen: (toekomstige) pensioenen te allen tijde kunnen uitkeren. Om deze ambitie waar te maken zijn middelen nodig: een juiste combinatie van beleggingen om aan de toekomstige pensioenverplichtingen te kunnen voldoen. Daarmee zijn beide kanten van de pensioenfondsbalans neergezet.

Terwijl de pensioenuitkeringen in hoge mate voorspelbaar zijn, is de netto contante waarde van de verplichtingen dat niet! Deze wordt namelijk bepaald door de rente waarmee de pensioenverplichtingen worden verdisconteerd.

Balansmanagement wil naar onze mening zeggen: het afstemmen van de beleggingen op de pensioenverplichtingen, waardoor het resultaat van het pensioenfonds minder gevoelig wordt voor veranderingen van onder andere de rente. Pensioenfondsen hebben hiervoor inmiddels strategieën geïmplementeerd met een duidelijke focus op de langetermijnrente. Sinds september 2010 is de rente weer gaan stijgen. Voor een fonds met een hoog rente-

risico is dit gunstig voor de dekkingsgraad. Maar wat nu als je net voor de stijging het renterisico voor de lange termijn afgedicht hebt?

In de pers doen veel fondsen hun beklag over de 'opgelegde' waardering van de verplichtingen. Fondsen zouden op zoek moeten naar een oplossing die voldoet aan het gezegde: 'wel de lusten, maar niet de lasten'. Een verzekeringscontract dat uitbetaalt bij rentedaling maar waardeeloos afloopt bij rentestijging zou ideaal zijn.

Dergelijke verzekeringsproducten worden al sinds jaren verhandeld op de kapitaalmarkt tussen financiële partijen, namelijk swaptions (opties op swaps).

Het pensioenfonds koopt hierbij het recht – niet de plicht – om een vooraf vastgestelde rente (uitoefenprijs) te mogen ontvangen op aflooptdatum van de optie. Mocht de rente gedaald zijn tot onder de uitoefenprijs, dan is de optie geld waard. Deze waarde correspondeert met de waarde van de verplichtingen.

Mocht de rente echter hoger zijn dan de uitoefenprijs, dan expireert de optie waardeeloos. De verplichtingen zijn nu echter juist minder waard, wat een positief effect heeft op de dekkingsgraad.

Klinkt goed, maar is daarmee alles

opgelost? Nee, er moet, net als bij een verzekeringscontract, een premie vooraf betaald worden voor dit optierecht. Hoe volatieler de markten, hoe onzekerder de toekomst. Dit heeft ook direct een impact op de prijsstelling van de optie. Deze wordt hoger als markten volatieler worden. Daarnaast bestaan er – helaas – ook hier geen cadeautjes. Wil een pensioenfonds in de toekomst voor de optie een hoge rente ontvangen, zal de premie ook 'hoog' zijn.

Kortom, indien een pensioenfonds over voldoende middelen beschikt, bieden de financiële markten genoeg instrumenten voor een goed balansmanagement. Heeft men die middelen niet, dan moet men wellicht genoeg nemen met een wat minder geavanceerd balansmanagementsysteem of creatiever zijn in de oplossingen. Afwegingen in de risico-rendements sfeer zijn in tijden van crisis dus niet voor de hand liggend en vereisen meer dan doorsnee-expertise.

In ieder geval geldt voor zowel de businessclass-pensioenfondsen als de budgetclass-pensioenfondsen dat balansmanagement met derivaten – zonder gedegen advies en achtergrond – de complexiteit van de vraagstukken die pensioenfondsbestuurders moeten oplossen nog eens vergroot. ■

Van ruilen komt huilen

Over swaps en swaptions

Al heel jong werd ik door mijn ouders gewezen op een oude volkswijsheid: ‘van ruilen komt huilen’. Het duurde even voor ik ten volle besepte dat die ‘wijsheid’ bleek te kloppen. Ik leerde om te proberen slimmer te zijn dan degene met wie ik ruilde. Vooral nadat ik een paar keer reuzenspijt had van een ruil.

Lex Bolwerk RA

Gepensioneerd voorheen Algemeen Directeur van de Stichting Pensioenfonds Akzo Nobel

Algemeen gezegd ruil je iets dat waarde voor jezelf vertegenwoordigt tegen iets waarvan je overtuigd bent dat het, alles overwegende, meer waarde voor jezelf heeft.

Wat al een aantal decennia door veel financiële deskundigen wordt voorgesteld, is een bijzondere vorm van ruilen, in goed Engels aangeduid als ‘swaps’ en ‘swaptions’. Dat blijken nogal gewilde ruilobjecten, zeker in de tijd van dalende rentes die we de laatste jaren beleefden. Dit bracht mij tot de gedachte: zou de oude volkswijsheid achterhaald zijn?

Beide partijen gelukkig

Zowel pensioenfondsbestuurders als hun tegenpartijen, de financiële instellingen, lijken buitengewoon gelukkig te zijn met swaps en swaptions. Pensioenfonds ‘verlagen’ op die manier het risico op de door hen ongewenste rentewijzigingen door een ruil met financiële instellingen, die kennelijk een tegenstelde verwachting koesteren.

Het klinkt bijna paradoxaal dat beide partijen met deze vorm van ruilen – in financiële zin – gelukkig zullen zijn. Iemand moet hier toch ‘winst’ maken? Traditioneel zijn dat de financiële instellingen, die per definitie risicomijdend ‘beleggen’.

Maar ja, wat is voor een pensioenfonds nog mooier dan precies de juiste inkomsten uit beleggingen te kunnen ontvangen als de uitgaven die zij moeten doen voor pensioenen, op elk gewenst moment? Of dat ruilen daadwerkelijk zonder enig risico is, zou moeten worden betwijfeld, maar daarover later.

(Rente)swap

De voorziening voor pensioenverplichtingen (VPV) moet worden berekend met de rente die door de toezichthouder, De Nederlandsche Bank (DNB), telkens wordt gepubliceerd. Die rente varieert nogal en liet de laatste jaren een dalende tendens zien. Daardoor steeg de VPV tot grote hoogte en daalde de dekkingsgraad spectaculair.

Dit alles los van de daling van de VPV door de negatieve beleggingsopbrengsten in de periode vanaf september 2008. Beide effecten waren dramatisch voor de pen-

sioenfonds met alle nare gevolgen van dien, zoals bijna dagelijks in veel kranten valt te lezen.

Financiële instellingen hadden voor de negatieve effecten van rentewijzigingen een riant oplossing: pensioenfonds konden hun variabele rente fixeren om schommelingen in de VPV te vermijden die een gevolg zijn van de telkens weer nieuwe DNB-cijfers. De fondsen ‘verkreten’ zo meer zekerheid van een stabiele(re) dekkingsgraad en mogelijk van hun toekomstige kasstromen.

Daartoe werd met financiële instellingen een contract gesloten, waarbij meestal de variabele rente werd geruild (lees: swap) voor een vaste rente, over een contractueel overeengekomen hoofdsom, gedurende een vooraf vastgelegde periode. De hoofdsom zelf wordt daarbij niet geruild. De contractperiode kan oplopen tot bijvoorbeeld tien jaar. Stel dat het fonds een swap heeft afgesloten tegen de ontvangst van een vaste rente van 3,8%, in ruil voor het betalen van een variabele (markt)rente, bijvoorbeeld 2,7%. Het resultaat is dat het fonds dan 1,1% ontvangt over de periode waarvoor die 3,8% geldt, veelal is dat drie tot zes maanden vóór een renteherziening binnen de con-

tractperiode.

Stijgt de marktrente echter boven 3,8% dan is het fonds slecht af en moet worden bijgesteld, of de liquiditeit dat nu toelaat of niet!

Het is dus noodzakelijk een (lange-termijn)visie op de renteontwikkeling te hebben alvorens een swap aan te gaan. Dit om te voorkómen dat ruilen eindigt in huilen: de rente bewoog zich precies andersom dan verwacht. Vervroegde beëindiging van swapcontracten is uiteraard mogelijk, maar meestal tegen aanzienlijke kosten waar het fonds ook niet vrolijk van wordt.

Wat mij het meest verbaast is dat tegenpartijen, strevend naar winst-maximalisatie, een contract afsluiten dat hen mogelijk verlies oplevert. Die partijen zijn over het algemeen zeer goed 'geïnformeerd' over mogelijke rentewijzigingen, weten die meestal eerder dan pensioenfondsen, hebben veel ervaring en kennis, doen voorspellingen 'in huis' et cetera. Zij zijn dus zeer goed geëquipeerd om potentiële verliezen te vermijden, ten koste van de pensioenfondsen.

Wellicht zie ik iets over het hoofd, maar logisch klinkt het niet.

Swaptions

De pensioenfondsen die onzekerheid over renteontwikkelingen willen vermijden kunnen daarvoor een ander soort optie afsluiten: de swaption. Wat is dat nu weer zult u denken?

Een swaption is een optie op een (rente)swap. De koper krijgt het recht om, vanaf een vooraf overeengekomen tijdstip, gedurende een langere periode in de toekomst een vast rentetarief te betalen of te ontvangen, door middel van een (rente)swap. Voor het verkrijgen van dit recht betaalt de

koper een éénmalige premie.

Stel dat het pensioenfonds het recht op een vaste rente heeft gekocht. Als de werkelijke rente van een nieuwe swap lager blijkt te zijn dan afgesproken in de swaption, wordt de swaption niet uitgeoefend, want in de markt is een lagere rente af te spreken. Een nieuwe swap is dan goedkoper. De premie voor de

swaption is dan – achteraf bezien – betaald voor een risico dat niet is opgetreden.

Mocht de marktrente hoger zijn, dan sluit het pensioenfonds, dankzij de verkochte swaptions, een nieuwe swap af op de (lagere) vaste rente en is de premie van de swaption waardevol gebleken.

De looptijden van swaptions zijn meestal twee jaar of korter. Een langere horizon zou betekenen dat het pensioenfonds niet in zijn eigen swapstrategie gelooft. Maar ook anders bezien: verder dan twee jaar kan niet écht in de toekomst worden gekeken.

Net als swaps kunnen swaptions vervroegd worden verkocht tegen een waarde die afhankelijk is van de marktomstandigheden. De opbrengst is altijd positief, dat beperkt de schade.

Voordelen swaps en swaptions

Wie minder renterisico wil lopen sluit swapcontracten af, met daarbij – tegen relatief lage premies – swaptions om de financiële nadelen van tegendraadse (stijging of daling tegen de verwachting in) renteontwikkelingen te matigen.

Onbetwistbaar voordeel is dat het renterisico gedurende bepaalde perioden is uitgeschakeld. Maar, de laatste jaren zorgden de pensioenfondsen ervoor dat de gevolgen van rentedalingen werden geneutraliseerd. Daar staat wel tegenover dat de voordelen uit een eventuele rentestijging in die 'risicovrije' periode zijn weggegeven en de dek-

'Contract afsluiten dat mogelijk verlies oplevert'

kingsgraad daarvan niet heeft kunnen profiteren. Dan spreek ik van een slechte ruil.

(Nieuwe) risico's bij renteafdekking

Omdat twee partijen een contract afsluiten om rente uit te ruilen, treedt een tot dan niet bestaand risico op: het *tegenpartijrisico*. Het kan voorkomen dat de tegenpartij niet aan zijn verplichtingen kan voldoen. Zelfs als een onderpand is gevraagd, is dat niet per se beschikbaar op het vereiste moment. Of het onderpand is minder waard geworden zoals bijvoorbeeld Ierse staat-sobligaties. Denk ook eens terug aan Lehman Brothers (september 2008) of aan custodians die wel onderpand hadden, maar niet in staat waren die tegen de nominale waarde te verzilveren. Zij 'boden' dan aan toch maar een korting te accepteren. Het tegenpartijrisico is vaak gekoppeld aan het *liquiditeitsrisico*, helaas.

Omdat pensioenfondsen over het algemeen variabele rente betalen en vaste rente ontvangen, kan ook een liquiditeitsrisico ontstaan als de overige beleggingen onvoldoende inkomsten opleveren (als meer vari-

abele rente moet worden betaald dan aan vaste rente wordt ontvangen én eventueel ook nog swaption premies moeten worden betaald). Wat in 2008 gebeurde was een fenomeen dat zelden optreedt: de VPV moest contant gemaakt worden tegen een lagere rente dan de rente op staatsobligaties, waardoor bij veel pensioenfondsen tekorten ontstonden in dat jaar van negatieve beleggingsopbrengsten. Dubbel getroffen in de dekkingsgraad, was het tekort zelfs niet te voorkomen geweest bij 100% renteafdekking! Een ongekend fenomeen en een risico dat slechts door weinigen werd onderkend.



Toeslagverlening en variaties in de premie

De VPV is onderhevig aan andere wijzigingen dan alleen de rentestand en de pensioenbetalingen. Niet altijd voorspelbaar is óf, en zo ja, de toeslagverlening van (gewezen) deelnemers en gepensioneerden de VPV verhoogt.

Daarnaast wordt de premie niet altijd in vaste termijnen van dezelfde omvang per maand ontvangen bij collectieve beschikbare premiereglementen, waarbij variabele beloningscomponenten een rol spelen in de pensioenopbouw. Dat leidt tot verstoringen in de 'perfect' afgedekte renterisico's die al dan niet moeten worden bijgesteld afhankelijk van het strategisch gekozen dekkingspercentage. Regelmatige bijstelling van de structuur van de renteswap, al dan niet aangevuld met swaptions, passend bij de beweeglijke VPV, is daarom vereist. Monitoren en beheersen vereisen veel tijd en aandacht om 'huilen' te voorkómen.

Veel pensioenfondsbestuurders zijn door ALM's en beleggers overtuigd geraakt van 'duration matching'. Daarbij worden de gewogen gemiddelde looptijden van de VPV en die van de beleggingen zo goed mogelijk op elkaar afgestemd. Helaas is het zo dat het werkelijke renterisico daarvan per definitie afwijkt.

Zo kon het gebeuren dat in 2008 de VPV door de alsmaar dalende rente sterk steeg (tot wel 30% meer) terwijl uit de duration matching 'slechts' een beperkte stijging werd afgewend (veelal maar de helft ofwel 15%). Een dergelijk, naar fenomeen treedt op bij grote rentesprongen of als de lange rente daalt terwijl de korte rente stijgt.

Zoals eerder betoogd: het valt niet mee om alle verwachte kasstromen exact te voorspellen én tegelijkertijd volledig en juist inzicht te hebben in de rentegevoeligheid van de beleggingen.

Als ook nog eens in beleggingsfondsen is belegd, dan is de vraag wat de samenstelling is van dat fonds, wat de looptijden van de beleggingen in

dat fonds zijn en wat de kredietwaardigheid is.

Hoe kan een pensioenfondsbestuur daarop het renterisico 'perfect' afstemmen? Beslist geen sinecure! Al dan niet onder vermeende druk van toezichthouder DNB hebben veel pensioenfondsen vanaf 2008, tot en met augustus 2010, hun renterisico steeds verder afgedekt. Percentages als 75% werden gemeengoed.

Wat er na augustus 2010 gebeurde moet veelal tot tranen toe hebben bewogen. Of denkt u soms van niet? De VPV daalde 'gelukkig' met meer dan het verlies dat op de beleggingen werd geleden in de laatste maanden en de gemiddelde dekkingsgraad van de meeste pensioenfondsen steeg. Dat zag er uit als goed nieuws. Maar, als niet tegelijkertijd het percentage van renteafdekking werd verlaagd dan is rendement misgelopen. Dat is 'onzichtbaar' voor de deelnemers waardoor tranen (gemiste verbetering van hun rechten) bij de deelnemers zullen zijn uitgebleven. ■

Gepensioneerden brengen offer voor herstel

NVOG wil dialoog met jongeren

PBM interviewt dit keer Martin van Rooijen, voorzitter van de Nederlandse Vereniging van Organisaties van Gepensioneerden (NVOG); oud-Kamerlid en staatssecretaris Financiën in het kabinet Den Uyl.

Gerard Krijnen RA

Wat is NVOG?

Van Rooijen: 'NVOG is de overkoepelende organisatie van verenigingen van gepensioneerden. We tellen circa honderd leden die op hun beurt 150.000 leden hebben. De achterban van onze leden telt meer dan één miljoen gepensioneerden.'

Wat vindt u van het pensioenakkoord dat in de maak is?

Van Rooijen: 'We weten nog niet hoe het eruit gaat zien, maar ik ben niet zonder zorg. Het lijkt erop dat werkgevers de buit binnenhalen. De tweede pijler wordt versoberd en als compensatie voor de werknemersorganisaties moet de AOW worden verbeterd. Dat gaat de overheid 4 miljard kosten en dat geld is er niet. Ik vind het ongewenst dat ons goede pensioenstelsel zo te grabbel wordt gegooid. Daar krijgen we spijt van. Het stelsel is betaalbaar mits er altijd een kostendekkende premie wordt betaald. De problemen waren veel minder geweest als fondsen in het verleden, mede gestimuleerd door de overheid, niet zo kwistig waren geweest met premiekortingen en premierestituties. De problemen zijn verergerd door te werken met een rentecurve die een momentopname is. We zijn het met de OESO eens dat de huidige rentecurve vervangen zou moeten worden door een langjarig gemiddelde van 5-10 jaar.'

Gedane zaken nemen geen keer, dus hoe komen we nu uit de narigheid?

Van Rooijen: 'Ik besef dat een kostendekkende premie op zich niet voldoende is om de ontstane gaten te

vullen. Ik ben ook realist genoeg om te zien dat deze diepe crisis nog niet is afgelopen. Gepensioneerden hebben een groot offer voor herstel gebracht door het ontbreken van indexatie. We praten al gauw over inlevering van 10% koopkracht. Ik begrijp ook wel dat dit niet morgen alweer is hersteld. Maar voor NVOG ligt de grens bij afstempelen van de opgebouwde rechten, dat is voor ons onbespreekbaar. Wij vinden bovendien dat de indexaties als de wieweerga moeten worden ingehaald zodra dat mogelijk is.'

Bent u het eens met verhoging van de pensioenleeftijd?

Van Rooijen: 'Het is een feit dat we langer leven en om het pensioen betaalbaar te houden moeten we langer werken. Daar gaat echter wel wat aan vooraf. Tot nu toe hebben overheid en sociale partners alleen maar lippendienst bewezen aan de wens tot langer werken. Men zal nu met concrete maatregelen moeten komen waardoor mensen ook daadwerkelijk langer kunnen participeren, anders bewijs je vanzelf dat het huidige pensioensysteem niet betaalbaar is.'

Een opmerking tot slot?

Van Rooijen: 'Het lijkt er soms op dat er tegenstellingen worden gecreëerd tussen jong en oud. Dat wil NVOG niet, want we hebben elkaar nodig voor een goed pensioenstelsel. Ik heb daarom onlangs tijdens een pensioenbijeenkomst van de SP, alle jongerenorganisaties uitgenodigd om samen in gesprek te gaan. Dit initiatief werd met applaus ontvangen en we zijn vastbesloten om daar een succes van te maken.' ■



Bestuur is nadrukkelijk betrokken

Pensioenfonds ING vernieuwd

Je zou het proces dat Pensioenfonds ING doormaakt kunnen vergelijken met een winkel waar de verkoop doorgaat tijdens een ingrijpende verbouwing en dan ook nog in uitzonderlijke markt-omstandigheden.

Daan Heijting

Directeur Stichting Pensioenfonds ING

Het bestuur van Pensioenfonds ING besloot in 2007 een ingrijpende organisatieverandering door te voeren. Het bestuur was niet tevreden over de organisatie van het pensioenfonds en over de eigen rol. Uit een eigen evaluatie was naar voren gekomen dat de bestuursleden teveel hands-on betrokken waren bij de dagelijkse uitvoering. Het bestuur beschikte over onvoldoende ondersteuning en was voor de beleidsvoorbereiding en de informatievoorziening over de uitvoering van de pensioenregelingen en het vermogensbeheer te zeer afhankelijk van de partijen aan wie de uitvoering was uitbesteed. Daarnaast vertoonde de pensioenadministratie tekortkomingen, waardoor niet alle verzekerden van actuele informatie konden worden voorzien. Het was kortom hoog tijd om de organisatie van het pensioenfonds grondig te vernieuwen.

Doelstellingen

Het bestuur heeft vooraf duidelijk aangegeven welke doelen het beoogde te bereiken met de verandering van de organisatie:

- In de nieuwe organisatiestructuur richten de bestuursleden zich met name op het bepalen van het beleid en het houden van toezicht.
- De bestuursondersteuning, de beleidsvoorbereiding en het monitoren van de uitvoering worden vormgegeven op voldoende afstand van degenen aan wie de uitvoering is uitbesteed.
- Het bestuur is 'in control' voor wat betreft de risico's die het realiseren van de doelstellingen van het pen-

sioenfonds in gevaar kunnen brengen.

- De inrichting van de organisatie voldoet op alle beleidsterreinen aan de hoogste standaarden.
- De kosten bevinden zich op een marktconform niveau.

Per 1 maart 2008 ben ik aangetreden als directeur van Pensioenfonds ING. Vanaf dat moment vormde ik samen met een pensioenjurist het bestuursbureau. Met een bestuurscommissie heb ik de vernieuwing van de organisatie ter hand genomen. Eerst hebben we alle taken in kaart gebracht die moeten worden uitgevoerd om het fonds te besturen. Dat hebben we gedaan door voor alle aandachtsgebieden de stappen van de beleidscyclus te analyseren. Op die manier zijn we uitgekomen op 175 verschillende taken. Deze taken hebben we verdeeld over het bestuur en het bestuursbureau, rekening houdend met de doelstelling van het bestuur zich meer te concentreren op beleidsbepaling en het houden van toezicht. Daarbij heeft het bestuur ook taken naar het fonds teruggehaald, die voorheen waren uitbesteed.

Het bestuur heeft het competentieprofiel voor bestuursleden aangepast aan de nieuwe organisatie en een gericht opleidingsprogramma ingevoerd. Jaarlijks voert het bestuur een evaluatie uit om na te gaan of de manier van werken nog aan de eisen en verwachtingen voldoet.

Op basis van het takenpakket dat aan het Bestuursbureau is toebedeeld hebben we daarvoor een organisatiestructuur ontworpen, die sindsdien geleidelijk is gegroeid naar de actuele structuur.

Het bestuursbureau is verantwoordelijk voor de voorbereiding van het beleid, het risicobeheer, het balansbeheer en het monitoren van de externe partijen aan wie de pensioenadministratie en het vermogensbeheer zijn uitbesteed. Ook de verantwoordelijkheid voor de dage-



Bestuur ING Pensioenfonds.

lijkse besturing van het pensioenfonds berust bij het bestuursbureau.

Risicomanagement en vermogensbeheer

Al tijdens de ontwerpfase van de nieuwe organisatie waren de eerste tekenen zichtbaar van de financiële crisis die de pensioensector de jaren daarna in haar greep zou houden. Het bestuur heeft daarom bij het implementeren van de nieuwe organisatiestructuur prioriteit gegeven aan het inrichten van het risicomanagement op balansniveau. Het bestuur heeft een risico-assessment uitgevoerd waarin voor alle risico's die deel uitmaken van het zogeheten FIRM-model, is onderzocht wat de kans is dat ze zich voordoen en wat daarvan de impact zou zijn, welke beheersmaatregelen reeds aanwezig waren en welke aanvullende maatregelen noodzakelijk waren om binnen de risicobereidheid van het bestuur te blijven. Die maatregelen hebben we vervolgens in 2009 en 2010 ingevoerd. Zo heeft het bestuur onder meer een strategische risiconorm vastgesteld. Het beleggingsbeleid is sindsdien een functie van die risiconorm. Ook beschikt het bestuur nu over een maandelijks risicodashboard, aan de hand waarvan het de risicoposities op balansniveau bewaakt en bijstuurt.

Op dit moment zijn we bezig om het risicomanagement op portefeuilleniveau verder vorm te geven. We richten voor dat doel binnen het bestuursbureau een onafhankelijke risicomanagementfunctie in. Als dat project is voltooid, ronden we de herinrichting van de beleggingsportefeuille af. We hebben inmiddels een discretionair

beheerde portefeuille staatsobligaties ingericht. In 2011 worden ook de belangen in beleggingsfondsen die beleggen in aandelen ontwikkelde markten en bedrijfsobligaties omgezet naar discretionaire mandaten. Dat geeft ons de mogelijkheid om niet alleen op balansniveau, maar ook op portefeuilleniveau de risico's meer actueel te monitoren en bij te sturen. Daarnaast stelt deze transitie het fonds in staat om het beleid voor maatschappelijk verantwoord beleggen verder te implementeren.

De kwaliteit van de pensioenadministratie liet in 2007 te wensen over.

Het bestuur heeft het contract met de

voorgaande uitvoerder beëindigd en heeft de uitvoering van de administratie in 2008 ondergebracht bij AZL. De afgelopen twee jaar zijn daar in totaal ongeveer 60.000 extra uren besteed om de pensioenadministratie op orde te krijgen. Dat traject is nu afgerond. De externe accountant heeft in opdracht van het bestuur een onderzoek ingesteld. Het bestuur heeft op basis van de bevindingen geconcludeerd dat de administratie geen structurele tekortkomingen meer bevat. Daardoor is het fonds in staat te voldoen aan zijn wettelijke informatieverplichtingen. Maar onze ambitie reikt verder. De verbeterde pensioenadministratie stelt ons in staat om ook de communicatie op een hoger niveau te brengen.

Bij alle veranderingen die hiervoor zijn beschreven is het bestuur nadrukkelijk betrokken. De bestuursleden besteden daardoor nog steeds veel tijd aan hun bestuursfunctie. Het bestuur is echter beter geïnformeerd en meer in control. Met het nieuwe bestuursbureau beschikt het bestuur over een eigen orgaan dat zorgt voor de beleidsvoorbereiding en het monitoren van de uitvoering. De kosten van de uitbreiding van het bestuursbureau heeft het pensioenfonds op andere plaatsen kunnen terugverdienen, waardoor de totale uitvoeringskosten ongeveer op hetzelfde niveau zijn gebleven.

Ondertussen heeft de volgende grote verandering zich aangediend: de splitsing van de bank- en verzekeringsactiviteiten van ING. Als er bedrijfsonderdelen worden verkocht of naar de beurs worden gebracht, kan dat ook gevolgen hebben voor de pensioenregelingen en de organisatie van het pensioenfonds. Ook de uitwerking van het pensioenakkoord kan daarop van invloed zijn. Het blijft daarom een boeiende periode voor Pensioenfonds ING. ■

Voor indexatie pensioenen is risico nemen onvermijdelijk

Opgeven van amateurstatus

Op oudejaar hield DNB de oudejaarstombola van dekkingsgraden van pensioenfondsen. Na het vaststellen van de swapcurve op 31 december, kon ons pensioenfonds opgelucht ademhalen.

Drs. Kees van Rees

Tot 1 januari 2011 voorzitter van het GITP Pensioenfonds

De beoogde dekkingsgraad was gehaald. In augustus werd het bestuur nog opgeschrikt door de aankondiging van DNB dat de dekkingsgraad per ultimo juni onvoldoende was. Het kostte veel tijd en ettelijke brieven, maar gelukkig bleek dat die conclusie incorrect was.

De intensiteit van toezicht door DNB is enorm toegenomen: aanbod creëert vraag. De gezondheidstoestand van een pensioenfonds wordt echter met het huidige kader vooral bepaald door de werking van de rentecurve en de levensverwachting. Daarop heeft een bestuur vrijwel geen invloed. De toegevoegde waarde van het toezicht bestaat uit inflexibiliteit bij het nadenken over een beter werkend alternatief en juristerij over de bestaande regeltjes. In de echte wereld van de pensioenfondsen staan die regeltjes in de weg of werken contraproductief.

Herstelplannen zijn in dat verband afgedwongen, detaillistische cijferanalyses op basis van een serie parameters die in een kolchoz niet zouden misstaan. Maar een pensioenfonds wordt vervolgens afgerekend op de weerbarstige werkelijkheid van de economie, die

niet lijkt op de uitgangspunten van die herstelplannen. Eigenlijk gaat het daarna alleen maar om het halen van de per jaar vastgestelde dekkingsgraad. De toezichthouder zou daarom een pensioenfonds beter simpelweg de te halen dekkingsgraad kunnen opgeven, dan kan de overige ballast overboord. Vervolgens kan het bestuur het beleggingsbeleid formuleren en zijn werkelijke taken uitvoeren.

Helaas gaan de bestaande parameters wel uit van te lage risicopremies en te hoge volatiliteit, maar zelfs dat is voor de politiek nog veel te optimistisch. Teveel professoreninbreng, te weinig beleggerservaring. Gevolg: fondsen worden gedwongen tot een zeer conservatief beleggingsbeleid en er is voortdurend gemillimeter over de risico's. Nederland dreigt daarmee een belangrijke welvaartsbron uit cumulatieve besparingen op te geven en indexatie van pensioenen verdwijnt achter de horizon. De rest van de wereld onderneemt, maar de pensioensector in Nederland wordt gedwongen in de toekomst nog meer van zijn geld in 'veilige' staatsobligaties te stoppen. Bovendien wordt het overkoepelende monetaire/financiële systeem via geïnstitutionaliseerde EU(ro)-paniek slecht bewaakt. Zo wordt het structurele pensioenbesparingsoverschot van Nederland speelbal van de Europese

politiek. Banken worden met kunst en vliegwerk drijvende gehouden, aan pensioenfondsen wordt de gekunstelde kortetermijnwerkelijkheid als uitgangspunt voor langetermijnbeleid opgedrongen.

Ondertussen is het wel hoog tijd dat de sector in staat wordt gesteld naar de deelnemer meer duidelijkheid te scheppen omtrent de besluitvormingscultuur en de kwaliteit van het handelen. Terecht vragen deelnemers zich af of ze daarop kunnen vertrouwen. Voor de uitdagingen van de huidige markt heb je meer nodig dan de goedwillende amateurs die nu de structuur vullen. Uit rapporten blijkt dat besturen van pensioenfondsen, en vaak niet de kleinste, in en voor de crisis onvoldoende slagvaardigheid en kennis in huis hadden. Daardoor waren ze vaak ook geen partij voor de uit de hand gelopen hobby's van de beleggers.

Voor een nieuwe structuur zijn maar twee organen nodig. Het eerste bestuurt en is in control. Het tweede houdt toezicht. De rest kan in de vuilnisbak der geschiedenis. 'Control' veronderstelt kennis en ervaring. Dat zou streng gecertificeerd moeten worden. Bestuursleden zonder gedegen certificering horen niet in een pensioenfondsbestuur te zitten. ■



Van overzicht naar inzicht en anticiperen

Geen hiërarchie, toch resultaat

Sinds 2008 houdt de Autoriteit Financiële Markten (AFM) toezicht op pensioenfondsen. PBM sprak met Harman Korte, directeur en bestuurssecretaris bij AFM, over de resultaten van drie jaar toezicht en de wensen voor de toekomst.

Tekst Gerard Krijnen RA
Fotografie Lex Draijer

Bent u tevreden met hetgeen door het toezicht tot nu toe is bereikt?

Korte: 'Op het gebied van communicatie zijn belangrijke stappen gezet. We hebben het UPO, het pensioenregister en startbrieven voor nieuwe deelnemers. Dat zijn goede ontwikkelingen geweest. Tegelijkertijd moeten we echter vaststellen dat de regels voor communicatie destijds bedacht zijn zonder deze tegen het licht te houden van een serieuze crisissituatie. Als we rekening hadden gehouden met de huidige ernstige crisis, was de uitkomst waarschijnlijk een andere geweest.'

Wat ging er mis?

Korte: 'Het meest in het oog springende voorbeeld op dit punt is het toeslagenlabel. Natuurlijk hebben we bij de ontwikkeling daarvan wel bedacht dat er sprake zou kunnen zijn van ongunstige situaties. Maar de crisis was veel ernstiger dan de scenario's die we hadden bekeken. Toen het label verplicht werd gesteld moesten we vaststellen: dit is niet het goede moment. Wat het label beoogde te laten zien paste niet in de situatie waarin we verkeerden. Eigenlijk was het desinformatie. Alleen al vanuit deze optiek is er dus aanleiding om je af te vragen: wat moet er verbeteren in de informatievoorziening? Overigens ook los van de crisissituatie zouden we hebben geconcludeerd toe te zijn aan een evaluatie van de communicatievoorschriften.'

Hoe ver bent u met deze aanpassingen?

Korte: 'We zien mogelijkheden tot concrete verbeteringen en die hebben we aan de Minister van Sociale Zaken laten weten in een zogenaamde wetgevingsbrief. De minister heeft deze brief doorgestuurd aan de Kamer en

op grond van zijn antwoord hebben we positieve verwachtingen ten aanzien van de gewenste aanpassingen. We maken ons daarbij wel zorgen over het tempo waarin de wijzigingen zullen worden doorgevoerd. Het ministerie heeft ook een grote bezuinigingsdoelstelling die aandacht vergt. Dat zou wel eens kunnen knellen met de aandacht die nodig is voor realisering van onze voorstellen.'

De contouren van een nieuw pensioencontract tekenen zich af. Het ziet er naar uit dat pensioenen minder zeker worden. Heeft u enig idee hoe u deze communicatie wilt aanpakken?

Korte: 'Deze ontwikkeling maakt de communicatieopgave zeker groter dan hij nu al is. Wat wij onder de aandacht hebben gebracht van de mensen die bezig zijn met het nieuwe pensioencontract is: hou het simpel. Vanuit twee invalshoeken. Enerzijds zodat de communicatie makkelijk is en anderzijds zodat de kosten laag kunnen blijven. Vertrekpunt is dat we alle belangrijke vraagstukken in de communicatie onderkennen, zoals het gebrek aan belangstelling voor pensioen. Op dit punt zijn er gelukkig positieve signalen. Het feit dat de site 'mijnpensioenoverzicht.nl' in korte tijd meer dan één miljoen keer is geraadpleegd geeft hoop. We komen wel van ver. Vorig jaar hebben we een rapport uitgebracht over wat wij 'de verwachtingskloof' noemen. Daarin stellen we vast waartoe de geringe belangstelling voor pensioen leidt. Mensen dachten: het is ingewikkeld, ik hoef me er niet in te verdiepen, het zit wel goed en bovendien is het nog ver weg. De conclusie van het rapport was echter dat mensen veel positievere verwachtingen hebben omtrent hun pensioen dan wat er werkelijk uit zal komen. Het pensioenregister is een belangrijke vooruitgang en kan nog beter als er volgende stappen worden gezet. Het is uitermate van belang dat de uitkomsten van het nieuwe pensioencontract op een goede wijze worden gecommun-

niciseerd op de site. Dat wordt een toetssteen'.

In het oude pensioencontract kon je nog volstaan met één cijfer als verwacht pensioen. Dat gaat toch niet meer op in het verwachte nieuwe pensioencontract?

Korte: 'Ik denk dat het voor een goede pensioencommunicatie onontkoombaar is dat je een bandbreedte laat zien van mogelijke pensioenresultaten onder slechte en goede omstandigheden. Daar zitten dan twee extra boodschappen in. Je geeft niet alleen de huidige verwachting weer van de pensioenuitkomst, maar laat ook zien hoeveel het lager kan worden als het tegen zit en hoeveel hoger als het mee zit. Ik denk ook dat je de informatie dichterbij de mensen brengt als je geen brutojaarbedragen laat zien, maar nettomaandbedragen. Hoe we het gaan doen zal echter heel goed getest moeten worden op panels van de toekomstige gebruikers van deze informatie. We kunnen als deskundigen wel allemaal gaan verzinnen hoe je het aan mensen kunt laten zien, maar de toets is of mensen die ernaar kijken het begrijpen'.

Wat kunnen mensen dan met deze extra informatie?

Korte: 'Je communiceert onzekerheid. Maar die kun je begrijpelijker maken. Je kunt tegen mensen zeggen: als u in deze regeling blijft deelnemen kunt u een pensioenresultaat bereiken van zoveel euro op die leeftijd. Maar als het tegen zit moet u voor hetzelfde bedrag nog x jaar langer werken. Als het meezit kunt u dit bedrag echter x jaar eerder bereiken. Je laat de mogelijke uitkomsten dus niet alleen zien in bedragen, maar ook in termen van hoelang iemand nog moet werken. Mensen die het risico van langer doorwerken niet willen lopen, kunnen dan overwegen om zelf extra bij te sparen'.

Wordt het opbouwen van interesse en vertrouwen niet ondermijnd door tv-programma's waarin de pensioensector in een kwaad daglicht wordt gezet?

Korte: 'Dat is vrijheid van meningsuiting. We hebben er niet op gereageerd. Er zijn voldoende reacties waaruit blijkt dat de uitzending van Zembla misleidende informatie heeft verspreid over de gevolgen van het gevoerde beleid voor de toekomstige pensioenen. Dat is jammer want het zorgt wel voor wat onrust. Het netto-effect op de pensioendeelnemer zal waarschijnlijk gering zijn als je beziet hoeveel andere informatie er verspreid is. Dat alles laat overigens onverlet dat er wel heel lang onvoldoende is gecommuniceerd over de risico's die aan pensioen zitten en over de eerder gemaakte beleidskeuzes'.

De minister van Financiën heeft in een nota aangekondigd dat hij meer grip wil op DNB en AFM middels beleidsregels.

Wat vind u van deze ingreep van de politiek?

Korte: 'De Minister wil het instrument van beleidsregels graag ter beschikking krijgen. Maar als hij dit instrument van de Tweede Kamer krijgt, is het nog maar de vraag of hij er ook aan toekomt om het daadwerkelijk te gebruiken. Ik durf wel te zeggen dat het onze ambitie is dat de minister dit instrument niet hoeft in te zetten. Toch maak ik me er wel een beetje zorgen over. Volgens allerlei standaarden vinden er wereldwijde vergelijkingen van de kwaliteit van toezicht plaats. Zo is er de standaard van de internationale organisatie van effectentoezichthouders, de IOSCO, die ondermeer zegt dat het toezicht voldoende onafhankelijk moet zijn. Ook het IMF vindt dat belangrijk en beschouwt onafhankelijkheid als een kwaliteitscriterium voor het toezicht in een land. We willen wel graag in het klasje blijven van de toezichthouders die goed aangeschreven staan'.





In uw brief aan de minister dringt u aan op verscherpt toezicht op organisaties die taken uitvoeren voor pensioenfondsen. Wat bedoelt u daarmee?

Korte: 'Wij doelen hiermee op de pensioenuitvoeringsorganisaties. Deze organisaties voeren belangrijke taken uit voor pensioenfondsen en wij denken dat het verstandig is om deze ook rechtstreeks aan toezicht te onderwerpen'.

U noemt de deskundigheid van pensioenbesturen ook als prioriteit.

Korte: 'In dezelfde brief ondersteunen wij de visie van DNB dat de verdere ontwikkeling van deskundigheid van pensioenbesturen van groot belang is. We hebben het dan over het stellen van professionele eisen aan bestuurders. Ik kan me voorstellen dat hierdoor het rekruteren van nieuwe bestuurders lastiger wordt. Pensioen is echter een zeer belangrijk product met een hele lange looptijd. Als je ergens gaat werken dan ben je aangewezen op een bepaald pensioenfonds en heb je geen keus. Als het pensioenfonds je niet bevalt, kun je niet zeggen: ik stap over. Je hebt het belangrijkste financiële product van mensen in handen, waar ze niet meer bij kunnen komen, behalve bij waardeoverdracht. Dat schept een grote verantwoordelijkheid voor pensioenbesturen. En daar mag je dan ook hoge eisen aan stellen.'

U heeft de politiek bevoegdheid gevraagd om nieuwe financiële producten vóóraf te mogen beoordelen. Wilt u dit ook

voor collectieve pensioenregelingen?

Korte: 'Nee. Het pensioencontract is een overeenkomst tussen werkgevers en werknemers en komt op een andere manier tot stand dan financiële producten die op de markt worden gebracht. Ik kan me overigens voorstellen dat de AFM in de verdere toekomst wel iets mag vinden van de kwaliteit van pensioenregelingen. In ieder geval vinden we het belangrijk dat de kwaliteit heel transparant wordt. We hebben in onze brief aan de minister ook kenbaar gemaakt dat we graag zouden zien dat er gemakkelijk toegang is tot informatie over de kwaliteit van een pensioenregeling. We denken aan zo iets als een financiële bijsluiter waarin men belangrijke kenmerken van een regeling zo eenvoudig mogelijk voorgeschoteld krijgt. In deze 'pensioen-

bijsluiter' moeten alle belangrijke facetten van de regeling worden meegenomen en als het kan met een grafische weergave worden ondersteund. Ik denk daarbij ook aan het gebruik van kleuren. Natuurlijk spelen de hoogte van de opbouw en de kans op indexering een rol. Maar ook zou duidelijk moeten zijn: welk deel van mijn premie gaat op aan kosten en welk deel is voor echte pensioenopbouw. Het kostenthema vinden wij belangrijk. Zeker nu een maximering van de premie aan de orde is, moet deze zo efficiënt mogelijk worden aangewend. Eén procentpunt hogere kosten per jaar kan uiteindelijk 30 procent pensioen schelen. Ik zou het fantastisch vinden als de pensioensector zelf met de ontwikkeling van een keurmerk voor de dag zou komen'.

Waar wilt u uitkomen?

Korte: 'We vinden het belangrijk dat er meer financiële educatie komt voor consumenten van financiële producten. Mensen moet het inzicht worden bijgebracht dat financiële zaken belangrijk zijn en aandacht vergen. De pensioendeelnemer moet overzicht en inzicht hebben in zijn financiële situatie en vervolgens kunnen beoordelen of zijn pensioenvoorziening toereikend is. Hij moet zijn eigen verantwoordelijkheid kunnen nemen en kunnen anticiperen op de toekomst. Dat stelt hoge eisen aan mensen en vraagt ook begeleiding. De pensioensector heeft in communicatie en begeleiding nog een wereld te winnen. ■

Pensioenfondsen gedwongen tot kortetermijnbeleggers

Meerennnen met de kudde

Pensioenfondsen moeten risico nemen bij het doen van hun beleggingen, anders valt het beleggingsrendement, en dus uiteindelijk het reële pensioen van de deelnemers, behoorlijk lager uit.

Ronald Wuijster

Directeur van APG Investment Services

Dat betekent niet dat pensioenfondsen en hun uitvoerders onaanvaardbaar beleggingsrisico moeten nemen. Dat gebeurt ook niet. Het risicomanagement van de fondsen is in ontwikkeling en doorgaans zeer grondig. Het is bedoeld om alle risico's in kaart te brengen, zodat zij daarop hun keuzes en maatregelen kunnen baseren. Sluit je daarmee al het risico uit? Nee, maar je beheerst het niveau van risico dat je neemt als belegger.

De toezichthouder op de pensioensector – DNB – weet dat pensioenfondsen en pensioenbeleggers het risico op een grondige manier voortdurend in de gaten houden. Toch is de toezichthouder zo geschrokken van de gevolgen van de financiële crisis, dat hij vindt dat pensioenbeleggers nóg voorzichtiger moeten gaan beleggen. Bijvoorbeeld meer geld beleggen in staatsobligaties met een laag risico, onder andere vanwege liquiditeitsbeheer, en minder geld in risicovollere categorieën, zoals aandelen. De deelnemers aan pensioenfondsen zijn hierdoor beter beschermd tegen eventuele verdere financiële schokken.

Hoe goed dit ook is bedoeld, er zit een keerzijde aan. Want als pensioenbeleggers worden beperkt in hun beleggingsvrijheid, wordt hen

de kans ontnomen het rendement te maken dat nodig is om de pensioenen op peil te houden. Staatsobligaties zijn namelijk doorgaans wel minder risicovol dan aandelen, maar leveren ook een stuk minder rendement op. Zeker als de hele Nederlandse pensioensector – ter waarde van zo'n € 750 miljard – wordt verplicht meer in veilige staatsobligaties te beleggen.

Daarnaast moeten we niet uit het oog verliezen dat pensioenfondsen eigenschappen hebben die hun een unieke rol geven in het samenspel op de beurzen. Omdat pensioenfondsen grote reserves hebben en beleggen voor de lange termijn, kunnen zij beleggingen de tijd geven om tot wasdom te komen. Dus na een crisis, wanneer het vertrouwen in het herstel laag is, maar de prijzen van aandelen ook laag zijn, zijn het traditioneel de pensioenfondsen die nog als enige in de markt aandelen kopen. Daarmee wordt een bodem in de markt gelegd waarop aan het herstel gebouwd kan worden. Daar is de

hele economie mee gediend, want die kan zo weer opkrabbelen. En als de economie voldoende is opgekrabbeld, zijn de aandelen die de pensioenfondsen zo goedkoop hebben gekocht ook een stuk meer waard. En dat is weer goed voor de deelnemers aan de pensioenfondsen.

Een logisch verhaal toch? Maar daar wordt een dikke streep doorheen gehaald door te strenge regels. Want pensioenfondsen worden gedwongen hun rol op te geven als langetermijnbelegger en moeten gaan meerennnen met de kudde van de kortetermijnbeleggers. Als iedere marktparticipant namelijk dezelfde uitgangspunten heeft, zal het koersverloop op de beurzen alleen nog maar extremer en grilliger worden. Daarmee worden crises verdiept en de kans vermindert dat de pensioenen op peil blijven. Met als neveneffect dat beurzen nog minder stabiel zullen worden. ■

Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.



advertentie

Pensioencommunicatie moet vooral gaan over nú

Investeren in imago en vertrouwen

In de huidige pensioencommunicatie draait het hoofdzakelijk om ‘later’. Maar informatie over het heden is minstens zo belangrijk. De recente onrust over de gedaalde dekkingsgraden van pensioenfondsen laat daarover geen twijfel bestaan. Pensioenfondsbestuurders moeten nog meer investeren in de relatie met hun klant en in het versterken van hun imago. Nu!

Roos Kuip, Wouter van den Brink, Franck Erkens en Cees Kemps

Auteurs zijn leden van de Commissie Pensioencommunicatie van de Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen (VB). Deze commissie is vanaf 2011 verbreed tot een Commissie van de Pensioenfederatie

In de deelnemerscommunicatie van pensioenfondsen stond lange tijd de vraag centraal: ‘wat krijgt u vanaf uw 65e aan pensioen?’. Veel deelnemers namen jarenlang genoegen met deze summiere pensioeninformatie. Ze wisten niet veel van hun pensioen, interesseerden zich er niet voor of kregen niet meer informatie van hun pensioenfonds. Maar ze vertrouwden erop dat het wel goed zat. Regelmatig horen zij – van onder meer de overheid en de pensioenfondsen – dat het Nederlandse pensioenstelsel tot het meest robuuste ter wereld behoort. Waarom dan bezig zijn met iets dat goed is geregeld?

Sinds 2008 krijgt de deelnemer ook andere signalen. Door de financiële crisis doken de dekkingsgraden omlaag. Haperende beurzen, lage rentestanden en actuele demografische voorspellingen dwarsbomen

een snel herstel van pensioenfondsen. Allemaal signalen die de deelnemer onrustig maken. Geen wonder: een goed pensioen lijkt ineens helemaal niet meer zo zeker.

Slecht nieuws, toch scoren

De realiteit van pensioen komt ineens heel dichtbij: het is een product met risico's. Pensioenfondsbesturen hebben sinds de crisis in 2008 uitbrak veel te melden, maar vrijwel alle boodschappen aan deelnemers zijn negatief. Een paar van die boodschappen zijn: het pensioenfonds kan maar gedeeltelijk

toeslag verlenen (indexeren), het pensioenfonds kan helemaal niet indexeren, de premie gaat omhoog, u moet langer doorwerken en u krijgt mogelijk minder dan we u eerder hebben gemeld.

Op hoofdlijnen begrijpt de deelnemer dat het niet goed gaat met de pensioenen. Maar generieke informatie over lage rente, solvabiliteitsratio's en hogere levensverwachtingen leidt niet tot een beter inzicht in de individuele pensioensituatie.

De publieke opinie van werknemers over pensioenfondsen verandert. Werknemers vragen zich af of ze nog voldoende pensioen krijgen, waarom zij verplicht mee moeten doen én waarom zij zich niet kunnen aansluiten bij ‘het beste’ pensioenfonds. Het ziet er naar uit dat de toekomstperspectieven voor pensioenfondsen de komende jaren niet structureel wijzigen. Wat betekent dit voor het draagvlak? Geen enkele organisatie of sector overleeft een jarenlange ‘slechtnieuwsshow’. Daarom moeten pensioenfondsen de koers van de communicatie verleggen.

Dat scoren ondanks slecht nieuws inderdaad mogelijk is, toont autofabrikant Toyota aan. Meerdere terugroepacties in 2009 en 2010 ten spijt



zijn de verkopen gestegen. Kernwoorden van de door Toyota gevoerde strategie zijn: open kaart spelen, aansluiten bij de gevoelens van de klant, gedupeerden een hoog serviceniveau bieden en het hernieuwen van de relatie.

Kans nu grijpen

Dat is precies wat wij als pensioensector ook meer dan ooit moeten doen. Het advies aan pensioenfondsbestuurders luidt: grijp nu de kans door te communiceren over het heden. Hoe? Door de werknemer mee te nemen in het gevoerde beleid, hem te laten zien dat de strategie solide is en zo betrokkenheid en vertrouwen te creëren. Betrokkenheid en vertrouwen zijn elementaire ingrediënten van een relatie. Die relatie moet de komende jaren centraal staan in pensioencommunicatie. Pensioenfondsen moeten de risico's van pensioen uitleggen aan hun deelnemers. Iets dat zij nooit eerder uitgebreid deden. Als de deelnemers weten met welke risico's ze

rekening moeten houden, hebben zij ook beter zicht op het pensioen dat zij kunnen verwachten. Risicobewustzijn creëren betekent echter ook dat pensioenfondsbestuurders heel goed moeten vertellen wat ze aan risicobeheer doen. Dat moet de deelnemers het vertrouwen geven dat fondsen de pensioenrisico's goed in de hand hebben.

Dit vergt een flinke investering. Digitaal of via papier communiceren alléén is niet langer voldoende. Bestuurders moeten voor de klant zichtbaar en aanspreekbaar zijn. Ook dat hoort bij het hebben van een relatie. Pensioenfondsbesturen moeten duidelijk maken wie zij zijn en wat zij doen voor hun deelnemers. Het vraagt van bestuurders dat zij communiceren over hun deskundigheid en integriteit, hun nauwe betrokkenheid bij de sector, over de afspraken die sociale partners hebben gemaakt, het beleggingsbeleid en het risicobeheer.

Uiteraard moet ook de rol worden belicht van de deelnemersraad, het verantwoordingsorgaan, de visitatiecommissie en klantpanels – verte-

genwoordigers die aangeven dat het fondsbestuur verantwoording aflegt, naar de deelnemers luistert en in zijn keuken durft te laten kijken.

Ook moeten bestuurders structureel uitleggen welke voordelen het collectieve pensioenstelsel heeft. Dat kan door de voor de deelnemer evidente voordelen van een collectieve pensioenregeling expliciet te benadrukken: de kosten zijn gemiddeld lager en de opbrengsten gemiddeld hoger. Daarbij biedt de gezamenlijke imagocampagne van de bedrijfstakpensioenfondsen – de Samenstajijsterk-campagne – een kapstok. Die campagne heeft hetzelfde doel dat fondsen met hun eigen communicatie zouden moeten nastreven: structureel bouwen aan het herstel van het vertrouwen en incidenteel razendsnel kunnen inspelen op de actualiteit. Het *nu* staat daarbij centraal. Vanuit dat oogpunt verdient het aanbeveling dat zoveel mogelijk Nederlandse pensioenfondsen zich bij deze campagne aansluiten. De focus van hun eigen communicatie kunnen ze daarop vervolgens laten aansluiten. ■

AGENDALADDER NETSPAR

14 & 15 april: Netspar – UM SBE Academy: Pensioencommunicatie

Tweedaagse cursus voor pensioenbestuurders en -managers over de wetenschappelijke achtergrond van pensioencommunicatie.

Stuur informatie voor deze rubriek aan: info@pensioenbestuurenmanagement.nl