

Open discussie wenselijk voor een maatschappelijk verantwoord toezicht op pensioenfondsen

Pensioenfondsen hebben een belangrijke maatschappelijke functie. Niet alleen dienen zij voor een concurrerende oudedagsvoorziening zorg te dragen, ook de BV Nederland profiteert volop mee indien het beleggingsresultaat de (toekomstige) koopkracht schraagt. De politiek staat voor een gecompliceerde uitdaging bij de totstandkoming van de Nieuwe Pensioenwet en bijbehorend Financieel Toetsingskader. Mede gezien de vergrijzing van de beroepsbevolking is het noodzakelijk dat zij een omgeving schept waarin het vermogensbeheer van pensioenfondsen een zo hoog mogelijk rendement in combinatie met een aanvaardbaar risico kan genereren. Dat vergt flexibiliteit van alle partijen en een open oog voor een moderne aanpak van het vermogensbeheer.

drs. R.W.C. van
den Brink RBA
AAG¹



Inleiding

Op 30 september vorig jaar stuurde de Pensioen en Verzekeringkamer (PVK) een brief met daarin expliciete regels om het solvabiliteitsrisico van de Nederlandse pensioenfondsen te beperken. De benodigde kapitaalbuffer werd aangescherpt en afhankelijk gemaakt van de beurskoersbewegingen en hoogte van de rentestand. Onderliggend had de PVK tevens een belangrijke boodschap: doe eerst de goede dingen en vervolgens de dingen goed. Met andere woorden, zorg in eerste instantie door middel van maatregelen dat de problemen beheersbaar blijven om vervolgens meer structurele voorschriften te ontwikkelen met het oog op de toekomst (zie ook artikel van Nijman en Swinkels in deze editie van het VBA Journaal).

Inmiddels heeft de politiek zich, vooral vanwege de gevreesde koopkrachteffecten, in de toezichtdiscussie gemengd. In de Nieuwe Pensioenwet wenst zij zelf de spelregels te bepalen, waarbij de PVK / DNB de rol van uitvoerder van het toezicht krijgt toegewezen.

Nieuwe regels, al dan niet opgelegd via wetgeving, leiden tot actie van institutionele beleggers. Een recent voorbeeld vormt de verkoop door verzekeringsmaatschappijen en banken van (delen van) de aandelenportefeuille op een moment dat de koersen nabij een dieptepunt stonden. Ook pensioenfondsen maakten na de PVK-brief een andere afweging tussen vastrentende en zakelijke waarden. Behavioral finance – de wetenschap die het emotionele gedrag van beleggers in kaart tracht te brengen – leert dat schrik en/of dwang vaak leidt tot het doen van de verkeerde dingen op de verkeerde momenten en daarmee tot welvaartsderving.

Een belegger is op basis van zijn gedragscode verplicht zich te verdiepen in de motieven en risicoperceptie van zijn klant. Vanuit die basisgedachte komt het vele beleggers voor dat Nederlanders vooral een zakelijke afweging willen. Tegenover de kans op een daadwerkelijk vermogensverlies staat immers de kans op het mislopen van een potentiële winst, de opportunity loss. Regelgeving zou dus met beide zijden van de kansverdeling rekening moeten houden. De vraag luidt echter, hoe dit zinvol in te richten.

Het is bekend dat in de toekomst toetsing gebaseerd zal zijn op marktwaarde van zowel de pensioenverplichtingen als de beleggingen. Dat houdt in dat de

traditionele dekkingsgraad, die is berekend met een rekenrente van 4%, als stuurgrootte plaatsmaakt voor een dekkingsgraad die afhankelijk is van renteontwikkelingen en dus heftig kan fluctueren. Het is om deze reden dat pensioenfondsbeleggers zich thans buigen over de vraag hoe met alternatieve beleggingsstrategieën – variërend van derivaten beschermconstructies en renteswaps tot en met beleggen in grondstoffen – voldaan kan worden aan het nieuwe toetsingsregime alsmede aan de gewenste zakelijke afweging. Maar het succes van hun inspanningen hangt af van de wijze waarop het begrip risico in de nieuwe voorschriften wordt gedefinieerd².

In de beleggingswereld is veel onderzoek gedaan naar de beheersbaarheid van risico in relatie tot het (benodigde) rendement, de zogenaamde MAR, zijnde de minimal acceptable return. De conclusies uit deze studies zijn dat risico zich door het gebruik van standaarddeviatie laat oversimplificeren. De regelgever dient zich te hoeden voor zulke kwantitatieve valkuilen. Een eenvoudig voorbeeld is een pensioenfonds dat haar neerwaarts risico met een optie heeft afgedekt. In dat geval is er zeker geen sprake van een symmetrische kansverdeling terwijl dit mogelijk een verstandige strategie is. Kortom, het risicobegrip behoeft een meer professionele benadering om tot een optimale afweging tussen risico en rendement te geraken.

Aanbevelingen

Vanuit de ervaring komen de volgende drie aanbevelingen:

- 1 Praktisch: houdt rekening met a) de onmogelijkheid voor pensioenfondsen om de lange termijn verplichtingen risicoloos te dekken uit de beleggingen, en b) het risico alleen adequaat kan worden beheerst als gebruik gemaakt kan worden van afgeleide instrumenten en alternatieve beleggingen.
- 2 Theoretisch: ga uit van de *downside risk* benadering, waarbij risico wordt gedefinieerd als de kans op een asymmetrische, negatieve gebeurtenis.
- 3 Empirisch: met de *downside risk* samenhangend, beschouw risico als een functie van de waardering van financiële waarden.

Ad 1. In een ideale wereld beleggen pensioenfondsen in (geïndexeerde) obligaties overeenkomstig de verplichtingenstructuur. In de praktijk blijkt het echter voor pensioenfondsen niet mogelijk om vermogensti-

tels te vinden die zowel lang genoeg lopen als een volledig gegarandeerd rendement bieden dat voldoende afdekking geeft voor de groei van de pensioenverplichtingen. Deze zogeheten mismatch in de duration noopt tot het opnemen van andere beleggingen dan alleen (geïndexeerde) vastrentende waarden. Vanuit de praktijk blijken derivatenconstructies de ideale manier om op deze manier te beleggen, dwz risico's te herverdelen. Evenzo kunnen alternatieve beleggingen zoals grondstoffen bijdragen. Het overheidsbeleid zou deze aanpak moeten stimuleren als inderdaad de wens is tot een kortere beleggingshorizon.

Ad 2. Met name Frank Sortino³ heeft voor lange termijn beleggers zoals pensioenfondsen op het gebied van *downside risk* belangrijk werk verricht. Betreffend onderzoek laat zien dat de standaarddeviatie een slechte maatstaf vormt voor risico. Weinig Nederlanders zullen immers een forse koerswinst beschouwen als een hoog risico en dus te vermijden negatieve gebeurtenis. Bovendien resulteert een geleden verlies in een totaal ander gedrag dan een vermogenswinst. Illustratief daarvoor is de neiging van mensen om te blijven zitten op gedaalde aandelen, terwijl zij wel hun winsten (vroegtijdig) verzilveren of juist steeds optimistischer voor de toekomst worden.

Ad 3. Juist dit menselijke gedrag leidt tot een beleggingsbeleid waarbij de regelgever de plicht (en de politiek een belang) heeft tot bijsturing.

Toen de waardering van aandelen eind jaren negentig zeer hoog was, breidden pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en andere beleggers hun percentage zakelijke waarden verder uit. Een relatief hoog percentage vastrentende waarden zorgde immers voor een *opportunity loss*. Bovendien wordt een vermogensbeheerder het missen van een kans meer aangerekend dan het verliezen van geld op een moment dat iedereen dat doet. Dat beïnvloedt het beleggersgedrag in hoge mate.

Inmiddels ligt de waardering van de meeste aandelenmarkten op een veel bescheidener niveau. Tegelijkertijd blijken beleggers echter risico-averser. Zij en de toezichthouder prefereren nu meer vastrentende waarden dan drie jaar geleden, terwijl de rente juist historisch laag staat en deze niet opweegt tegen het potentiële vermogensverlies bij een rentestijging.

Naar de toekomst toe bestaat het gevaar dat de overgang naar een marktwaarde gerelateerde dekkingsgraad zal leiden tot massale vlucht naar langlopende

obligaties met alle rentegevolgen van dien zoals pijnlijk is ervaren in Engeland en Denemarken.

Met de principes van *portfolio insurance*, het in een beleggingsportefeuille geleidelijk verminderen van relatief hoog gewaardeerde activa ten gunste van laag gewaardeerde, kunnen daadwerkelijke lange termijn risico's beperkt worden. Deze systematiek noopt evenwel tot de bepaling van bruikbare waardeeringsmaatstaven per beleggingscategorie. Zoiets is lastig, maar voor aandelen zou men kunnen denken aan een Dividend Discount methode. Vanuit die optiek blijkt dat de kans dat een fonds in de toekomst een onderdekking zal hebben kleiner is als het voorgaande jaar de aandelenmarkten met 30% zijn gedaald dan als ze met 30% zijn gestegen. Voor een praktische uitwerking van deze aanpak in regelgeving kan men profiteren van de in de financiële wereld aanwezige kennis en ervaring op dit gebied.

Slotsom

Het vervatten van risicobeheersing in regelgeving is geen makkelijke opgave; onbedoelde neveneffecten dienen te worden voorkomen. Het is derhalve verstandig om de discussie met de beleggingswereld aan te gaan en zo gezamenlijk tot regelgeving te komen die zakelijk omgaat met het sturen op zekerheid om zo de toekomst van de pensioenen en derhalve de welvaart van Nederland verantwoord veilig te stellen.

Noten

- 1 Op persoonlijke titel. Roland van den Brink heeft bijna 20 jaar gewerkt voor diverse pensioenfondsen en geparticipeerd in werkgroepen van zowel het VBA als het Actuariële Genootschap rondom bovenstaand thema. Hij ondersteunt de opvatting van Gaston Siegelaer (zie artikel vorige VBA journaal) dat risico management de kerntaak is van elk individueel pensioenfonds, maar stelt dat dit evenzo geldt voor BV Nederland en pleit er derhalve voor dat het vermogensbeheer een passende taakstelling dient te krijgen.
- 2 De 30 september voorschriften leiden tot enkele (onbedoelde) neveneffecten. Een fonds dat bijvoorbeeld de duration mismatch tussen de beleggingen en de verplichtingen opheft door middel van een renteswap (10-jaars rente versus 30-jaars rente) heeft een duidelijk lager renterisico hetgeen niet tot uiting komt in een lager vereiste kapitaalbuffer.
- 3 Sortino, F.A., R.A.H. van der Meer, 1991, Downside Risk, Capturing What's at Stake in Investment Situations, The Journal of Portfolio Management, Summer, pp 35-39.