

Werken aan herstel van vertrouwen in de pensioensector

Niet back to basics maar forward to excellence

Pensioenfondsen bestaan bij de gratie van het vertrouwen van deelnemers. Bestuurders van (veelal verplichtgestelde) pensioenfondsen realiseren zich als geen ander dat ze zich actief moeten inzetten om dat vertrouwen te (her)winnen, zeker nu de dekkingsgraad sterk onder druk staat en de onrust op de financiële markten aanhoudt. Ze moeten hun waarde expliciet laten zien en vermogensbeheerders – zowel integrale vermogensbeheerder als vermogensbeheerders van individuele mandaten – kunnen daarin een sleutelrol spelen door hun dienstverlening aan te passen. In dit artikel gaan we na welke maatregelen de fondsen zelf (kunnen) nemen om vertrouwen te (her)winnen en wat vermogensbeheerders (kunnen) doen om pensioenfondsen bij te staan in deze nieuwe realiteit.

Auteurs
Marleen Koetsier en
Gerben Schreurs

Pensioenfondsen staan als gevolg van een gifcocktail van ontwikkelingen voor een niet geringe opgave. Als gevolg van dalende financiële markten, de lage rentestand en aanpassing van sterftetabellen daalde de dekkingsgraad en werd een aantal fondsen gedwongen tot het korten op uitkeringen. Mediaberichten over de pensioensector zijn vaak kritisch en missen hun uitwerking op de reputatie

Fondsen evalueren nadrukkelijk maatregelen om meer grip te krijgen op risico's en zo verrassingen te voorkomen

van – en het vertrouwen in – de sector niet. Dat zorgt dat deelnemers en pensioenfonds bestuurders kritischer dan voorheen naar hun pensioenfonds kijken. Pensioenfondsen zijn van nature meer gericht op de lange termijn maar de spanning die optreedt vanwege de huidige focus op actuele dekkingsgraden is evident. De sector staat nu voor de uitdaging haar meerwaarde (o.a. ten opzichte van

veilig geachte spaarregelingen) te tonen door heldere antwoorden te formuleren en duidelijk te zijn over wat deelnemers en gepensioneerden kunnen verwachten.

De uitdaging voor elk pensioenfonds is de deelnemer goed te informeren en met gedegen beleggingsresultaten en een positieve ontwikkeling van de dekkingsgraad te laten zien dat het pensioenkapitaal in goede handen is bij het pensioenfonds. Tegelijkertijd is er sterk de neiging om back to basics te gaan ten aanzien van de beleggingsstrategie door bijvoorbeeld afscheid te nemen van alternatieve beleggingen. De angst voor herhaling van onaangename verrassingen zoals tijdens de kredietcrisis speelt daarin een sterke rol. Pensioenfondsen hadden achteraf gezien veelal onvoldoende inzicht in de aard en het risico profiel van met name complexe beleggingen. Ook de druk van toezichthouders en wetgevers speelt een rol. De Nederlandsche Bank (DNB) heeft de afgelopen jaren meerdere beleggings- en thema onderzoeken uitgevoerd bij pensioenfondsen en de bevindingen daarover gedeeld met de sector. DNB geeft onder andere aan dat pensioenfondsen kwetsbaar zijn gebleken door tekortkomingen in governance, uitbesteding en risicobeheersing. Ook de commissie Frijns kraakte eerder stevige noten. Van bestuurders wordt dan ook veel verlangd ten aanzien van risicomanagement en governance. Het credo is 'alleen beleggen in zaken die we begrijpen'.

Wij zien in de markt een aantal initiatieven voor het verhogen van de deskundigheid en betere risicobeheersing. De VBA heeft bijvoorbeeld in 2010 een rapport opgesteld met aanbevelingen voor het toezicht op pensioenfondsen. Daarnaast zijn er vanuit de pensioenkoepels aanbevelingen voor het beleggingsbeleid opgesteld. De aanbevelingen en richtlijnen bevorderen het voorkomen van verrassingen en leveren daarbij ook een bijdrage aan het herstel van vertrouwen in de pensioen- en vermogensbeheersector.

Vanuit onze dagelijkse ervaring met het adviseren van pensioenfondsen zien wij dat deze pensioenfondsen additionele maatregelen evalueren (en deels al hebben genomen) op het gebied van



governance, beleggingen en risk management, waaronder:

Governance

- Evaluatie van het eigen bestuursmodel om effectiever, efficiënter en beter onderbouwd te kunnen besluiten.
- Verder professionaliseren en versterken van deskundigheid van de eigen organisatie, bijvoorbeeld door het actualiseren van het deskundigheidsplan, het aanstellen van bestuurders met een specifieke expertise op het gebied van beleggen en/of risk management en het versterken van het bestuursbureau.
- Het explicieter maken van de afspraken met de integraal en/of deelmandaat vermogensbeheerders in vermogensbeheercontracten en Service Level Agreements.
- Een meer kritische houding ten aanzien van adequate functiescheiding tussen advies, uitvoering en risicobeheersing. Pensioenfondsen zien toe op een gelijke wijze van monitoring van interne en externe vermogensbeheerders. Tevens is het beloningsbeleid onder de loep genomen.

Beleggingen

- Het opstellen van specifieke procedures om (nieuwe) beleggingen grondig te beoordelen. Een voorbeeld van enkele criteria is opgenomen in het kader.
- Het evalueren van keuzes ten aanzien van alternatieve beleggingen en actief beheer.
- Het aanscherpen van het beleid ten aanzien van tegenpartijen en liquiditeit.
- Het meer expliciet maken van waarderingmethodieken en nagaan van mogelijkheden voor

het verkrijgen van een onafhankelijke waardering van met name alternatieve beleggingen.

- Meer focus op de totale kosten van het vermogensbeheer.

Risicobeheersing

- Het opstellen van een eigen risicobeleid waarin wordt aangegeven hoe de strategische risico's van het pensioenfonds beheerst worden.
- Meer aandacht voor gevoeligheidsanalyses, stress testing en controle op de vastlegging en implementatie van bestuursbesluiten.
- Het aanvullen van rapportages met informatie over specifieke risicogebieden en overzicht van risico's over de totale portefeuille.

Ook al hebben fondsen al stappen genomen om het vertrouwen te verbeteren en verwachtingen helder te hebben, er is nog steeds ruimte voor verdere verbetering. In december 2011 is de nieuwe Beleidsregel Financieel Crisisplan uitgekomen. Onderdelen die in deze beleidsregel terugkomen kunnen al deels zijn opgenomen, bijvoorbeeld in de ABTN maar met name het helder communiceren over de maatregelen in een crisis is nog een belangrijk aandachtspunt. Ook de transparantie in de uitvoeringskosten dient verder verbeterd te worden. Hiertoe heeft de pensioenfederatie in november 2011 de publicatie 'Aanbevelingen uitvoeringskosten' uitgebracht. Tenslotte kan het ontwikkelen van een holistische benadering in het risicomanagement nog verder verbeterd worden. Op deze manier wordt ook vanuit een integraal perspectief naar risico's en hun onderlinge samenhang gekeken - naast de beoordeling van individuele risico's.

De rol van vermogensbeheerders

Ondanks het feit dat er grote verschillen zijn in de rol van integraal (of fiduciair) vermogensbeheerders en vermogensbeheerders van deelmandaten, worden beide groepen geconfronteerd met het dilemma dat pensioenfondsen enerzijds in beleggen back to basics willen. De fondsen beseffen anderzijds ook dat het credo no risk no reward ook nu nog steeds van toepassing is: om te excelleren met beleggingsrendementen en om strategische risico's te kunnen beheersen is een back to basics strategie dan ook niet passend voor ieder fonds. Juist door het spreiden van beleggingen over verschillende categorieën en door het bijsturen van het risicoprofiel van de beleggingen ten opzichte van de verplichtingen kan een betere verhouding tussen het verwachte rendement en risico behaald worden. Alternatieve beleggingen en derivaten kunnen hier een belangrijke rol in spelen. De uitdaging is om voldoende grip en zicht op de rendements- en risicokarakteristieken van deze producten te krijgen om daarmee de toegevoegde waarde ervan echt te kunnen doorgronden. Pensioenfondsbestuurders dienen te voorkomen dat er uiteindelijk alleen maar hogere tarieven worden betaald voor lastig te doorgronden producten die in de werkelijkheid over een zelfde risico- en rendementsprofiel blijken te beschikken als goedkopere en beter begrijpbare producten. Voor vermogensbeheerders van deelmandaten betekent dit dat zij zo helder en transparant mogelijk inzicht moeten geven in deze karakteristieken van het deelmandaat. Voor integraal vermogensbeheerders betekent dit dat zij daarnaast ook integraal over alle deelmandaten heen dit inzicht moeten kunnen bieden. Daarnaast moeten integraal vermogensbeheerders ook de relatie met de pensioenverplichtingen leggen en aangeven hoe het risico van deze producten zich ten opzichte van deze verplichtingen verhouden.

Hierna onderscheiden we vier terreinen waar (integrale) vermogensbeheerders kunnen bijdragen aan het winnen van vertrouwen bij deelnemers.

1 *Verhogen van begrip over (complexe) beleggingen bij bestuurders*

Bestuurders van pensioenfondsen dienen te begrijpen waarin ze beleggen en te doorgronden hoe producten werken. Voor veel standaardbeleggingen is dit niet zo moeilijk waar te maken. Voor alternatieve beleggingen en complexe derivatenconstructies is dit in de praktijk moeilijker te realiseren omdat dit meer kennis vergt die niet altijd voorhanden is binnen het bestuur. Veel pensioenfondsen hebben in het verleden bij dergelijke beleggingen vertrouwd op de aanwezige expertise bij hun (integraal) vermogensbeheerder en onvoldoende 'countervailing power' gemobiliseerd. Toezichthouder DNB wees daar eerder ook al nadrukkelijk op.

Bestuurders moeten laten zien dat ze in control zijn over de risico's van hun beleggingen en achteraf kunnen uitleggen aan de stakeholders van het fonds

(inclusief de toezichthouder) hoe en waarom ze tot bepaalde afwegingen zijn gekomen. De basishouding daarbij moet zijn dat bestuurders meer dan vroeger zichzelf goed (laten) informeren over de mogelijkheden en de risico's. Dit vergt zowel van bestuurders als van vermogensbeheerders een andere mindset die echter voor een deel kan worden afgedwongen door een goed ingericht proces.

2 *Goed inzicht geven in waardeontwikkeling van alternatieve beleggingen*

Bestuurders willen inzicht in de waardeontwikkeling van alternatieve beleggingen. Want er zijn veelal geen prijsnoteringen in de markt beschikbaar en om de waarde in kaart te brengen is het nodig om terug te vallen op modellen en aannames in die modellen. Arbitraire afwegingen zijn daarbij soms onvermijdelijk.

Het gebrek aan harde marktdata dwingt tot goed nadenken over welke factoren de waarde van een investering bepalen. Waar het bij elke beleggingsvorm in essentie om gaat is goed te begrijpen waarom de waarde van een belegging zich in een bepaalde richting ontwikkelt. Uiteraard heeft dat onder andere te maken met vraag en aanbod op een markt, maar ook met andere factoren zoals de ontwikkelingen op de kapitaal- en rentemarkten, macro-economische trends en andere zaken die van invloed zijn op de verwachte kasstromen en restwaarde van die belegging.

Het meten van die waardeontwikkeling is voor deze categorieën nog belangrijker om goed de vinger aan de pols te kunnen houden. Waarderen doe je immers niet omdat dat moet om een jaarrekening op te kunnen stellen, maar omdat je prestaties objectief wilt meten. Pensioenfondsen hebben dan ook steeds meer behoefte aan een onafhankelijke waardering. Integrale vermogensbeheerders die de totale portefeuille overzien kunnen pensioenfondsen hierin ondersteunen bijvoorbeeld door interne waarderingsmodellen extern laten valideren of suggesties te doen op welke wijze een onafhankelijke externe partij de waardering van de beleggingen zou kunnen evalueren en/of een onafhankelijke waardering zouden kunnen opstellen. Zij kennen de markt en weten beter dan een pensioenfondsbestuurder de gespecialiseerde partijen hierin te vinden. Ook de custodian zou hierin een rol kunnen spelen.

3 *Duidelijkheid geven over het verdienmodel en de kosten van vermogensbeheer*

Bij veel complexe producten van enkele jaren geleden was er weinig transparantie over welke partijen aan het product verdienden en hoeveel ze daaraan verdienden. Zo'n gebrek aan transparantie wordt in de nieuwe realiteit niet langer geaccepteerd. Vermogensbeheerders moeten dan ook glashelder laten zien hoe het verdienmodel eruit ziet, zodat bestuurders van pensioenfondsen kunnen zien hoe de belangen liggen. Met name incentives in de beloningsstructuur die het nemen van risico's stimuleren moeten boven tafel komen.

Criteria	Toelichting
1 Toegevoegde waarde totale portefeuille	Wat voegt de belegging toe aan het totale risico/rendementprofiel van de portefeuille? Hoe groot is het diversificatie-effect?
2 Rendements-verwachtingen	Wat is de gemiddelde rendementsverwachting, over welke periode geldt deze verwachting? Onder welke omstandigheden zal deze belegging goed renderen en onder welke omstandigheden niet? Welke factoren bepalen het rendement?
3 Risicoscan	Hoe 'scoort' deze belegging op verschillende kwantitatieve en kwalitatieve risico's? Denk hierbij aan rente-, markt-, valuta-, krediet-, tegenpartij- en liquiditeitsrisico maar ook aan reputatierisico.
4 Stress test en gevoeligheidsanalyse	Hoe gedraagt deze belegging zich (naar verwachting) onder extreme marktomstandigheden?
5 Structuur	Is de structuur transparant en helder verwoord? Zijn fiscale en juridische (denk aan exit-mogelijkheden) voldoende helder?
6 Waardering en Risk management proces	Kan het beleggingsproduct juist, volledig en tijdig in de beleggingsadministratie en de risk management systemen verwerkt worden? Wat is de waarderingmethodiek en zijn er mogelijkheden tot het opvragen van een onafhankelijke waardering?
7 Rapportages	Welke rapportages worden geboden? Geven deze voldoende informatie over rendements- en risicokarakteristieken en de ontwikkeling hierin?
8 Tariefstructuur	Is de tariefstructuur marktconform, wie verdient wat aan het beleggingsproduct?

4 *Helpen bij een heldere communicatie over risico's en rendementen*

De rol van een pensioenfonds is in essentie heel eenvoudig. Een pensioenfonds investeert geld voor een deelnemer, gaat daarmee jarenlang beleggen en geeft het kapitaal op pensioenleeftijd beetje bij beetje terug. Deelnemers hadden tot voor kort blind vertrouwen in hun pensioen (fonds), maakten zich geen zorgen over de hoogte ervan en communicatie was amper nodig. Dat lijkt voorgoed veranderd en het blijkt nu heel lastig om deelnemers klip en klaar te vertellen hoe het ervoor staat. De grootheden en begrippen waarmee wordt geschermd komen vaak niet goed over bij deelnemers. Toch is het essentieel voor het vertrouwen van deelnemers dat pensioenfondsen hierover helder zijn en daarbij vooral communiceren over wat het voor een individuele deelnemer precies betekent. Een van de zaken die daarbij een rol speelt is het duiden van de spanning tussen korte termijn (dekkingsgraad / volatiliteit) en de lange termijn focus. Een andere is het helder formuleren waar een fonds wel en niet in belegt, wat daarbij de onderliggende motivering is en wat het voordeel van beleggen voor de deelnemers is. Ook op dit gebied kan een (integrale) vermogensbeheerder zijn waarde laten zien door pensioenfondsen te helpen om de beleggingsstrategie (op respectievelijk totaal- en deelmandaatniveau) helder voor het voetlicht te brengen. Een pensioenfonds beschikt over een scala aan communicatiemiddelen hiertoe, zoals het jaarverslag, de website, een eigen magazine, presentaties in deelnemersbijeenkomsten en mogelijk ook social media. Daarnaast kunnen fondsen – ook vanuit sectorverbanden – de publieke opinie beïnvloeden door zelf pro-actief hun geluid te laten horen in de media, zoals optredens in actualiteitenprogramma's, publicaties in kranten en spotjes op de radio zoals de 'samen

sta jij sterk sterk' campagne, geïnitieerd door de bedrijfstakpensioenfondsen.

Conclusie

Na de kredietcrisis zijn op een breed terrein nieuwe wetten en regels afgekondigd en maatregelen getroffen om het vertrouwen in de financiële sector ter herwinnen. Het herwinnen van vertrouwen is echter nadrukkelijk meer dan afvinken van de wettelijke eisen. Waar het in essentie om gaat is om goede prestaties neer te zetten, de beheersomgeving en deskundigheid in lijn te brengen met de complexiteit en belanghebbenden goed te informeren. Voor pensioenfondsen staat in deze veel op het spel. Alleen fondsen die aantoonbaar in staat zijn een goede balans te vinden tussen kosten, rendement en de beheersing van risico's hebben op langere termijn bestaansrecht.

Om de lange termijn doelstellingen te realiseren is een echte back to basics strategie voor de meeste pensioenfondsen geen optie. Alternatieve beleggingen kunnen vanwege de diversificerende werking en derivaten voor de beheersing van risico's een belangrijke bijdrage leveren in het verbeteren van het risico-rendementsprofiel van het pensioenfonds. De meeste pensioenfondsen zullen dus een zekere mate van complexiteit moeten toelaten om het rendement-risicoprofiel te optimaliseren. Maatregelen op het gebied van governance, beleggingen en risicobeheersing leveren een belangrijke bijdrage aan verdere professionalisering waardoor de complexiteit beter hanteerbaar wordt. Transparante en begrijpelijke communicatie hierover vormt nog een uitdaging maar zal essentieel blijken in het bewerkstelligen van draagvlak en vertrouwen. In feite kan een pensioenfonds dus niet anders dan kiezen voor forward to excellence. ■