

GEEF PENSIOENFONDSEN RUIMTE OM MET ACTIEF BELEID UIT HET DAL TE KOMEN

Door Jolanda de Groot

In zijn boek 'Risico als obsessie' gaf consultant Frits Bosch, directeur van Dutch-Investor, een kritische beschouwing op ondermeer het beleggingsbeleid, risicomodellen en toezicht op pensioenfondsen. Financial Investigator sprak met hem over zijn nieuwe boek dat binnenkort uitkomt, getiteld 'Dat is het Risico!'. In dit boek doet hij aanbevelingen over risicomanagement en regelgeving.

Keert het Nederlands pensioensysteem ten goede met het nieuwe toetsingskader?

'Risico's komen noodzakelijkerwijs meer bij de deelnemers te liggen om de druk van het pensioensysteem af te halen. Maar echt ten goede keert het daarmee niet. De vertrouwensbreuk bij deelnemers is niet zo maar hersteld. Een nieuw toetsingskader helpt daarbij niet. Deelnemers willen zien dat de fondsen uit de

gevaarzone komen en dat hun pensioen in veilige baren komt. Ik ben van mening dat risico anders benaderd dient te worden om dat te bewerkstelligen.'

Wat houdt die andere risicobenadering in?

'Gangbaar is dat onder risico de kwade kans wordt verstaan dat er zich een negatieve ontwikkeling voordoet. Als het gaat over onze dijkbeveiliging dan hebben we het over kwade kans x gevolg = risico. Al zou de kwade kans heel klein zijn, maar het gevolg heel groot, dan toch moeten de dijken opgehoogd worden. In de beleggingssector wordt risico anders gedefinieerd, namelijk als de kans dat de waarde van een vermogenstitel niet alleen omlaag maar ook omhoog gaat, weergegeven in volatiliteit. Merkwaardig is dat ook een gunstige ontwikkeling als risico wordt omschreven. Deze connotatie heeft een ongunstige impact op het beleggingsbeleid. Pensioenfondsen met een lage dekkingsgraad mogen volgens de regelgeving vermogenstitels kopen als de volatiliteit laag is, dus als het vermeende risico laag is. De volatiliteit van bijvoorbeeld aandelen ligt doorgaans lager als aandelenmarkten overgewaardeerd zijn. Bij het sturen op volatiliteit, worden aandelen bijgevolg gekocht als ze duur en weinig kansrijk zijn en verkocht als ze ondergewaardeerd, goedkoop en juist kansrijk zijn. Hetzelfde geldt voor sturen op dekkingsgraad: als de dekkingsgraad laag is mogen pensioenfondsen met een lage dekkingsgraad van de toezichthouder weinig aandelen kopen. Zo worden fondsen beknot in beleggingskansen, met procycliciteit en 'solvency trap' tot gevolg.'

Wat betekent dat voor de asset mix?

'Het belemmert de asset mix. Stel dat de rente voor langere tijd laag en stabiel blijft, dan zal het rende-

ment niet langer vanuit vastrentende waarden komen, zoals de afgelopen jaren steeds het geval was. De rendementsbijdrage van vastrentende waarden komt dan op 1% te liggen. Om de dekkingsgraad weer richting 120 te brengen, hebben we een gemiddeld rendement van 7% nodig. Andere beleggingscategorieën moeten dus meer dan 10% genereren. Dat dwingt het beleid naar emergent market aandelen en emergent market debt, global equities, alternatives. Maar dat staat de toezichthouder niet toe voor fondsen met een lage dekkingsgraad, omdat de volatiliteit – en dus het risico – te hoog zou zijn. Een Catch 22 situatie.'

Moeten pensioenfondsen dit communiceren?

'Pensioenfondsen vinden communicatie lastig. Of ze vertellen het verhaal te laat of ze vertellen het halve verhaal. Dit om onrust te voorkomen. Beter is om vooraf te vertellen wat de kwade kansen zijn. Zonder rentestijging kunnen verdere kortingen niet worden uitgesloten. Laat staan als er een beurskrach overheen komt. Meer dan 10% gemiddeld per jaar genereren voor 60% van de portefeuille is voor de langere termijn vrijwel uit te sluiten. Wie durft dit te communiceren?'

Is dit een tijd voor passief beheer?

'Ook passief beheer betekent actief en dynamisch omgaan met de asset mix. Fondsen moeten nu opportuniteiten grijpen, ondernemerschap tonen met focus en visie. Niet volatiliteit maar analyse waar de kansen mondiaal liggen, dient leidraad te zijn voor het beleggingsbeleid.'

Wat stelt de toezichthouder hierover?

'De Nederlandse Bank (DNB) gaat ervan uit dat pensioenfondsen binnen de Pensioenwet voldoende ruimte krijgen. Er is al eerder op procycliciteit en kudde effect van het huidige stelsel gewezen. Maar DNB is afhankelijk van het wettelijke kader, dus wenselijk is dat de wetgever tot wijziging overgaat. DNB was in de negentiger jaren te lankmoedig en wil nu niet te soepel zijn.'

Welke gevaren dreigen voor pensioenfondsen?

'Onze wereld wordt steeds complexer, onderling afhankelijker, globaliserender en we varen financieel steeds scherper aan de wind, ondermeer qua schuldenposities. Een probleem ergens in de wereld kan het hele systeem in de waagschaal stellen en leidt via domino-effecten tot een probleem bij ons. De wereld wordt steeds minder voorspelbaar. Ons financieel systeem gaat van de ene schulden crisis naar de andere en van de ene hype naar de andere krach. Het is in toenemende mate instabiel en fragiel. De beurskrach

van 1929 was de eerste beurskrach met mondiaal catastrofale gevolgen. Hierna volgde de Grote Depressie. Thans zijn de magnitudes binnen het financiële systeem met high frequency trading, van een onvergelykbaar grotere orde. Een beursdip van 30% brengt de gemiddelde dekkingsgraad beneden de 80, met forse kortingen tot gevolg. Gelet op de gemiddelde dekkingsgraad zijn onze pensioenfondsen kwetsbaar voor een nieuwe beurskrach.'

Wat als de rente verder omlaag gaat?

'Een Britse bankpresident heeft gezegd dat er drie manieren zijn om gek te worden: drank, vrouwen en voorspellen van de rente. Rentedaling zou een streep door de rekening zijn van vele fondsen omdat ze hopen via rentestijging uit de narigheid te komen. Verdere rentedaling betekent meer kortingen.'

Wat maakt ons pensioenstelsel extra kwetsbaar?

'Wij bezitten mondiaal een van de sterkst gereuleerde stelsels. Dit lijkt vanzelfsprekend gezien de omvang van de pensioenfondsen, maar dat is het niet. Binnen het rules based systeem worden de fondsen via strenge en complexe regelgeving beschermd tegen vermeend ongepast beleid. In de praktijk blijkt echter dat stelsels juist zwakker en kwetsbaarder worden met meer bescherming.'

Hoe kan de kwetsbaarheid verminderd worden?

'Goede bescherming tegen beurskrachs is lastig. Ze zijn immers moeilijk of niet voorspelbaar. Maar je kunt je wel wapenen. Ik acht het wenselijk dat we naar een principles based regelgeving gaan om actief beleid te stimuleren, afscheid te nemen van procycliciteit en de diversiteit van beleggingsbeleid te verhogen. Dat betekent ontregelen en niet langer primair toetsen en monitoren op het naleven van regels, maar op de kwaliteit van het beheer. Pragmatisch, zoals benodigd om adequaat in te spelen op financiële markten. Volatiliteit moet daarbij niet langer de norm zijn voor beleggingsrisico. De consolidatie van de pensioensector dient niet voort te gaan. Integendeel, een aantal van onze grootste fondsen dienen opgesplitst te worden. Verminder het concentratie risico. Onderzoek toont dat kleine fondsen beter presteren in tijden van crisis. Ze zijn minder log, ze kunnen beter omgaan met risico's. De verscheidenheid van beleid dient toe te nemen om de kans te verminderen dat het in grote klappen omlaag gaat als het op de financiële markten tegenzit.' «



Foto: Archief Dutchinvestor

Frits Bosch