



CONSOLIDATIESLAG IN PENSIOENFONDSSECTOR GAAT DOOR

Door Harry Geels

Het Nederlandse pensioenfondsenstelsel schudt, mede door de lage dekkingsgraden, op zijn grondvesten. Wat is hiervan de oorzaak en wat zijn de mogelijke oplossingsrichtingen? Financial Investigator vroeg het Anne Gram, die momenteel haar tienjarig jubileum viert als onafhankelijke deskundige en lid van diverse beleggingscommissies en Raden van Toezicht in de Nederlandse pensioenfondssector.

De schuld voor de lage dekkingsgraden wordt de laatste tijd regelmatig bij het lage rentebeleid van de ECB gelegd. Zijn pensioenfondsen zelf ook niet medeschuldig?

‘Er is niet één schuldige aan te wijzen. De lage rente is onmiskenbaar de wortel van het probleem. En die lage rente is noodzakelijk om de problemen van de zuidelijke landen van de eurozone – de hoge staatsschulden en overheidstekorten – niet verder te vergroten, om zo in zekere zin de Europese politieke eenheid te bewaren. Vanuit deze redenering zou de Europese politiek een van de schuldigen zijn. De prijs wordt betaald door de spaarders en pensioenfondsen. En het ziet er niet naar uit dat de problemen in de eurozone zomaar opgelost zullen worden. De rente zal voorlopig dus nog wel laag blijven. Pensioenfondsen hebben zich wel degelijk ingedekt tegen de lage of dalende rente, bijvoorbeeld door langlopende obligaties te kopen of aan renteaftdekking middels derivaten te doen. Maar alles afdekken betekent het vastzetten van het rendement op zeer lage niveaus, momenteel zelfs rond de 1%. Dat is niet voldoende om alle ambities, zoals inflatiecorrectie van het pensioen, te realiseren. Aan de andere kant hebben diverse pensioenfondsen waarschijnlijk te veel beleid gevoerd op basis van een rentevisie. Rentemarkten laten zich echter moeilijk voorspellen. Het basisprincipe is daarom dat je de rente zoveel mogelijk moet afdekken, als je geen rentevisie hebt.

Toen het vorig jaar mogelijk was om eenmalig het risico te verhogen, hebben veel pensioenfondsen hier gebruik van

gemaakt, door het renterisico te vergroten, in de veronderstelling dat de rente al extreem laag stond en de kans groter zou zijn dat deze zou stijgen dan dalen. Ze maakten beleid op basis van een rentevisie of waren opportunistisch in het nemen van winst op de bestaande renteaftdekkingen.’

Zijn de lage dekkingsgraden een groot probleem? De dalende rente heeft er namelijk ook voor gezorgd dat het belegde vermogen van pensioenfondsen nog nooit zo groot is geweest.

‘Ja, het is een groot probleem. Het pensioensysteem komt daarmee in de knel. Pensioenfondsen moeten minimaal drie tot vier procent rendement behalen om de kosten goed te maken en gemaakte afspraken met gepensioneerden te honoreren. Dat lukt niet bij een te lage rente. Natuurlijk kan een pensioenfonds proberen meer in risicovollere beleggingscategorieën te investeren. Maar door de lage dekkingsgraden kunnen pensioenfondsen die extra risico’s eigenlijk niet dragen. Dit betekent dat er gekort moet worden. De afspraken die in Defined Benefit-regelingen zijn gemaakt, kunnen moeilijk worden gerealiseerd. Dit zorgt ervoor dat er een ‘shakeout’ in de sector gaat plaatsvinden. Er zijn eigenlijk te veel pensioenfondsen. De zwakkere broeders gaan het niet redden. Ze stappen naar een verzekeraar of gaan op in een groter fonds. Daarnaast zullen we meer uitgedeelde of meer Defined Contribution-regelingen krijgen. Het wrange van dit alles is dat er in Nederland, in tegenstelling tot een land als

Denemarken waar ik vandaan kom, veel is beloofd aan deelnemers. Dat zorgt voor een vertrouwensbreuk. Veel pensioenfondsen proberen die breuk te verkleinen door betere communicatie. Nederlandse pensioenfondsen kunnen in dit geval veel leren van de Deense, waar al jaren met duidelijke 'client interfaces' wordt gewerkt, waarbij deelnemers direct via internet kunnen zien wat ze aan pensioen hebben opgebouwd en wat daar in diverse scenario's mee zal gebeuren.

Bijvoorbeeld als een deelnemer vier in plaats van vijf dagen gaat werken of als een deelnemer meer bij gaat sparen. Dit is niet alleen transparant naar de deelnemers toe, maar geeft hen ook de 'tools' om te leren en het heft in eigen hand te nemen. Waarom is Nederland daarin nog niet zover? Ik denk dat wij er hier in Nederland te lang op hebben vertrouwd dat het systeem prima in orde was en dat het allemaal wel goed zou komen. Hierdoor werden de hoge verwachtingen van de deelnemers ook niet getemperd. Dat gebeurt nu gelukkig wel.

Het mooie van het Nederlandse systeem is de collectiviteit. Samen beleggen biedt in de vorm van spreiding en kosten veel voordelen. Dit moet zeker niet overboord worden gegooid. Met enkele wijzigingen in de regelingen en communicatie, gecombineerd met een verdere professionalisering van de fondsen zelf, kan al veel verbeterd worden.'

Betekent een verdere professionalisering dat er steeds minder kleine pensioenfondsen overblijven?

'Ik ben niet per se tegen kleine pensioenfondsen. Er is wel een minimumgrootte voor een fonds, volgens DNB rond de miljard, anders gaan de kosten die nodig zijn voor een professionele organisatie te zwaar wegen. Als een pensioenfonds het bestuurs- en governance model en het vermogensbeheer eenvoudig, strak en efficiënt inricht, hoeft het echter niet heel

CV Anne Gram

Anne Gram is sinds 2006 onafhankelijk deskundige, lid en adviseur van pensioenfondsbesturen, beleggingscommissies en Raden van Toezicht. Gram heeft uitgebreide ervaring in onder andere toezicht, governance, balans- en vermogensbeheer, strategische asset allocatie, het Nederlandse pensioenstelsel en fiduciair management. Daarnaast is ze ruim 25 jaar werkzaam in de beleggingswereld, onder andere als Directeur Beleggingen en Chief Investment Officer, docent aan het Erasmus Universiteit Pension Executive Programme. Tevens is zij columnist bij de Financiële Telegraaf, lid van de Raad van Toezicht van VEB, lid van de jury DFT Product van het Jaar en lid van de Raad van Experts Transparency International Nederland.

Het mooie van het Nederlandse systeem is de collectiviteit. Samen beleggen biedt in de vorm van spreiding en kosten veel voordelen.

groot te zijn. Ik ben een voorstander van eenvoudig inrichten. Groot kan voordelig zijn als er met bepaalde mensen een expertise op bepaalde terreinen kan worden opgebouwd. Maar markten zijn redelijk efficiënt, dus deze voordelen moeten niet op voorhand te groot ingeschat worden. Er kunnen verder 'diseconomies of scale' ontstaan. In een groot pensioenfonds kan te veel overleg zijn. En sommige fondsen zijn ook te groot om zich op bepaalde financiële markten makkelijk te kunnen bewegen. Denk aan APG in de markt voor rentederivaten.

Niettemin verwacht ik dat veel kleine pensioenfondsen, vooral zij die er financieel niet goed voorstaan, zullen verdwijnen. Als een regeling efficiënt kan worden overgezet, bijvoorbeeld naar een APF, zijn er veel voordelen te behalen, in ieder geval in kostenreductie. We zijn al in tien jaar tijd van 1.200 naar 300 pensioenfondsen teruggegaan. Ter vergelijking: in Denemarken zijn er eigenlijk nog maar vijf fondsen die ertoe doen. Waarom hebben we er hier 300 nodig? Ik weet niet wat het eindcijfer gaat worden, maar 100 lijkt me nog steeds veel.'

Welke ontwikkelingen zien we bij het vermogensbeheer?

'Ruim tien jaar geleden hebben we een grote uitbestedingsbeweging gezien, meestal naar een fiduciaire manager, met de gedachte dat het dan allemaal wel geregeld was. Maar dat bleek niet het geval te zijn. De fiduciaire manager moest ook goed bewaakt worden. De belangen bleken niet altijd gelijkgeschakeld.

Er zijn echter, zeker voor standaardfondsen, veel voordelen bij het fiduciaire model, mits het goed ingeregeld wordt. De markt voor fiduciair beheer is de laatste jaren volwassen geworden en is min of meer verdeeld, vooral onder Nederlandse fiduciaire beheerders, omdat die goed thuis zijn in de specifieke Nederlandse regelgeving, aangevuld met enkele buitenlandse partijen als BlackRock.

Wat betreft de beleggingsportefeuilles hebben we bewegingen gezien van complex naar minder complex en van actief naar passief en natuurlijk naar duurzaamheid. Het eerste omdat steeds meer besturen 'in control' willen zijn en het tweede vanwege de eenvoud, lage kosten en de teleurstellingen in en valkuilen van actief beheer. Ik vind overigens dat als een pensioenfonds kiest voor actief beheer het een goed verhaal moet hebben. Waarom denken ze bijvoorbeeld dat ze goed zijn



in het selecteren van actieve beheerders? Of hoe denken ze om te gaan met de afwijkingen die actieve beleggingsbeslissingen van de strategische allocatie kunnen opleveren?

Verder zien we, vooral bij de grotere fondsen, een tendens naar investeren in illiquide beleggingen, zoals hypotheek, infrastructuur en private equity, vanwege de illiquiditeitspremie en de hogere en stabielere rendementen. Deze beleggingsvormen passen ook bij de lange beleggingshorizon van pensioenfondsen en zijn niet per se complex.

Tot slot is er meer aandacht voor 'checks and balances' in het beleggingsproces, zoals 'performance attribution', risicomanagement en adviseurs die meekijken en - denken met de beleggingsbeslissingen die de fiduciaire beheerder neemt.'

Wat valt er tot slot te zeggen over regelgeving?

'Er is de laatste jaren veel gebeurd op het gebied van regelgeving. In juli 2014 is de Wet versterking bestuur pensioenfondsen gekomen, gericht op de professionalisering van pensioenfondsbesturen. Er wordt veel op DNB gemopperd, maar hier hadden ze een punt. Het amateurgehalte in veel besturen was best groot. Verder kwam in 2012 EMIR, in 2014 AIFMD en in 2015 het nieuwe FTK. De laatste wetgeving heeft lang geduurd en leverde veel discussie op, bijvoorbeeld over de

UFR. Is het allemaal te veel? Ja, en dat is een van de redenen van de consolidatieslag in de sector. Het is tot slot wenselijk dat er duidelijkheid omtrent de regels komt. Duidelijkheid is belangrijk, want dan kunnen pensioenfondsen hun beleid erop afstemmen. Uit Europa zullen echter nog de nodige verordeningen over de sector worden uitgestrooid, waar tot nu toe door de sector nog niet echt rekening mee is gehouden. Ik zit ook nog te wachten op meer duidelijkheid over bijvoorbeeld de APF-route, die de mogelijkheid voor fondsen creëert om samen te gaan. Hier verwacht ik mogelijk nog de nodige voordelen van.' «

- Sommige fondsen hebben vorig jaar op basis van hun rentevisie te opportunistisch hun afdekking verlaagd.
- Nederland heeft te lang gedacht dat het pensioenfondsstelsel wel in orde was.
- Consolidatieslag zal waarschijnlijk leiden tot minder dan 100 pensioenfondsen.
- Grote stroom aan regelgeving voedt de consolidatieslag.
- Pensioenfondsen die kiezen voor actief beheer moeten daarvoor een echt goed verhaal hebben.