

# Pensioen: “Onzekere zekerheid”

## Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer

Een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen



19 januari 2010

Eindhoven – 's-Gravenhage – Winsum

Prof. Dr. J.M.G. Frijns

Drs. J.A. Nijssen

Prof. Dr. L.J.R. Scholtens

## Samenvatting

- **De pensioenfondsector is heterogeen en wordt steeds complexer.**
- **De pensioenfondsen worden mede door ontgroening en vergrijzing steeds kwetsbaarder.**
- **Pensioenfondsen hebben structureel te weinig aandacht voor risicobeheer en uitvoering beleggingsbeleid.**
- **Reëel kader dient leidend te zijn; nu ligt door Financieel toetsingskader (FTK) te veel nadruk op nominale dekkingsgraad.**
- **Specifieke kenmerken van pensioenfondsen worden onvoldoende vertaald in beleggingsbeleid.**
- **Maatschappelijk verantwoord handelen geen geïntegreerd onderdeel risicobeheer en beleggingsbeleid.**
- **Het governance model behoeft verbetering.**

Dit zijn de belangrijkste conclusies van de Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer (hierna ‘de commissie’).

De commissie heeft op verzoek van Minister Donner van Sociale Zaken en Werkgelegenheid onderzoek gedaan naar de wijze waarop het beleggingsbeleid, het risicobeheer, de uitvoering en governance van pensioenfondsen zich sinds 1990 heeft ontwikkeld in relatie tot de doelstelling en het risicodraagvlak van pensioenfondsen.

Op basis van dit onderzoek, waarbij vooral naar de structurele ontwikkelingen is gekeken, heeft de commissie aanbevelingen geformuleerd, met name voor het bestuur van pensioenfondsen.

### 1. Analyse

#### **Pensioenfondsector is kwetsbaar en die kwetsbaarheid neemt toe.**

Door een combinatie van ontwikkelingen is de kwetsbaarheid van pensioenfondsen toegenomen.

- De ontgroening en vergrijzing van de bevolking stellen pensioenfondsen voor grote uitdagingen. Een langere levensduur bij gelijkblijvende leeftijd van pensionering maakt pensioen duurder. De vergrijzing maakt pensioenfondsen kwetsbaarder en tast het herstelvermogen aan. Het aandeel van de premie-inkomsten neemt af ten opzichte van de pensioenverplichtingen en de looptijd (duration) van de pensioenverplichtingen loopt terug. De pensioenpremies kunnen steeds minder worden ingezet als sturingsmiddel.
- Pensioenfondsen zijn “ageing giants”: meer dan 60% van het totale pensioenvermogen is bestemd voor pensioenen, die al zijn ingegaan of die binnen 10 jaar zullen ingaan. Dit betekent dat hun beleggingshorizon korter wordt en daarmee ook hun vermogen om te herstellen van negatieve beleggingsresultaten. Bij grote schokken op financiële markten kunnen ageing giants veranderen in “sinking giants”: instellingen die niet meer in staat zijn hun verplichtingen na te komen.
- Pensioenfondsen zijn afhankelijker geworden van financiële markten. Zij zijn steeds meer gaan beleggen in zakelijke waarden als aandelen, vastgoed en alternatieve beleggingen. Dit is deels voortgekomen uit de noodzaak om een hoger rendement te behalen, om de pensioenkosten laag te houden. Daardoor is ook het risicoprofiel van pensioenfondsen (aanzienlijk) toegenomen. Tegelijkertijd wordt verwacht dat pensioenfondsen de opgebouwde pensioenrechten beschermen en de nominale dekkingsgraad op peil houden. In tijden van crisis kan het toegenomen risicoprofiel leiden tot forse dalingen van de dekkingsgraad van pensioenfondsen, zoals ook in 2008 is gebeurd. Crises zullen blijven voorkomen en het is dus van belang om daarmee rekening te houden.

- Een belangrijke oorzaak van de gedaalde dekkingsgraden van pensioenfondsen is de daling van de rente waarmee zij de toekomstige pensioenuitkeringen contant maken naar het heden. Sinds de introductie van het Financiële toetsingskader (FTK) in 2007 zijn pensioenfondsen verplicht hun (nominale) verplichtingen te waarderen op basis van de marktrente (de rentetermijnstructuur). Daardoor is hun (nominale) dekkingsgraad gevoelig geworden voor veranderingen van de marktrente. Bij extreme dalingen van de marktrente, zoals in 2008, leidt dit ook tot extreme stijgingen van de waarde van de verplichtingen.

Er is sprake van grote heterogeniteit in de pensioensector. Pensioenfondsen verschillen sterk in omvang, achtergrond van de aangeslotenen, de mate van vergrijzing, de dekkingsgraad, de pensioenregelingen die ze uitvoeren en de governance.

### **Structureel te weinig aandacht voor risicobeleid en uitvoering beleggingsbeleid**

De toegenomen kwetsbaarheid van pensioenfondsen betekent dat risicobeleid steeds belangrijker wordt. De meeste pensioenfondsen hebben echter nog te weinig aandacht voor structureel risicobeleid en uitvoering van beleggingsbeleid; de commissie constateert tevens dat het beleggingsbeleid veelal rendementsgedreven is.

Pensioenfondsen richten zich bij hun beleggingsbeleid vooral op de strategische en tactische besluiten. Dit betekent dat keuzes worden gemaakt ten aanzien van de categorieën waarin wordt belegd, hoe de beleggingen over verschillende regio's worden verdeeld en welke risico's eventueel worden afgedekt. De uitvoering van het vermogensbeheer is massaal uitbesteed. De risico's van en de 'grip' op uitbesteding krijgen te weinig aandacht. Echter, in de implementatie van het beleggingsbeleid, zeker wanneer dit wordt uitbesteed, schuilen veel risico's, doordat sprake is asymmetrische informatie en verschil in belangen van uitbesteder en uitvoerder. Bij de implementatie van het beleggingsbeleid kunnen substantiële verliezen worden geleden, die worden aangeduid als 'implementation shortfall'.

### **Reëel kader moet leidend zijn**

#### *Pensioenfonds heeft reële doelstelling*

Pensioenfondsen voeren in de meeste gevallen een pensioenregeling uit waarin de opgebouwde nominale pensioenaanspraken onvoorwaardelijk worden toegezegd en de toekomstige indexaties voorwaardelijk. Deelnemers verwachten echter dat hun pensioenaanspraken min of meer gelijke tred zullen houden met de prijsontwikkeling. Vanuit het perspectief van de deelnemer is alleen een geïndexeerd pensioen in economische zin waardevol. Het opgebouwde nominale pensioen van deelnemers tot 40 jaar heeft op de ingangsdatum naar verwachting circa de helft van de koopkracht verloren als er tussentijds niet wordt geïndexeerd. Ook pensioenfondsen vinden dat koopkrachtbehoud de norm is en dat onvolledige indexatie de uitzondering zou moeten zijn.

#### *Nominale dekkingsgraad krijgt teveel nadruk*

De wettelijke dekkings- en financieringseisen voor pensioenfondsen hebben alleen betrekking op onvoorwaardelijke verplichtingen. De Nederlandsche Bank (DNB) toetst, op grond van het FTK, de financiële positie van pensioenfondsen vanuit een nominale invalshoek. Voorwaardelijke pensioenaanspraken, zoals toekomstige indexaties, blijven dan buiten beeld.

Een gevolg van dit nominale toetsingskader is dat pensioenfondsen relatief eenzijdig zijn gericht op het nominale risico en zullen trachten het nominale dekkingsgraadriskico te beheersen. Hierdoor kunnen de ontwikkeling van de reële dekkingsgraad en van het reële dekkingsgraadriskico negatief beïnvloed worden. Het in 2007 ingevoerde FTK, dat op zichzelf een positieve en disciplinerende werking heeft gehad, is op dit punt te eenzijdig en dient verder ontwikkeld te worden.

De commissie is van mening dat, gezien het grote maatschappelijke belang van indexatie, het reële kader leidend moet zijn bij het risicomanagement en het beleggingsbeleid van het pensioenfonds. Met andere woorden het fonds heeft een reële doelstelling en de nominale dekkingsgraad is slechts een randvoorwaarde waaraan op basis van externe regelgeving moet worden voldaan.

Het meten en beheersen van het tussentijds solvabiliteitsrisico is zeer belangrijk. Immers, de tussentijdse solvabiliteit geeft belangrijke informatie over de kansverdeling van het uiteindelijk te behalen pensioenresultaat. Dit is vooral van belang voor vergrijzende pensioenfondsen. Hun afnemende tijdshorizon vergt tijdig bijsturen.

### **Specifieke karakteristieken pensioenfondsen nog onvoldoende vertaald in beleggingsbeleid**

Pensioenfondsen hebben op de lange termijn te maken met een reële doelstelling ten aanzien van de te verstrekken pensioenuitkeringen en tussentijds met het nominale dekkingsgraadrisico. Veel pensioenfondsen baseren hun beleggingsbeleid op ofwel het lange termijn rendement of op het tussentijdse dekkingsgraadrisico. De commissie heeft evenwel geen statistisch significant verband kunnen vinden tussen het beleggingsbeleid en de kenmerken van het pensioenfonds, zoals de mate van vergrijzing en hoogte van de dekkingsgraad. Uit gesprekken met experts en andere betrokkenen is de commissie gebleken dat een aantal pensioenfondsen in deze geen bestendige gedragslijn volgt en op basis van tussentijdse ontwikkelingen de richting van het beleggingsbeleid verlegt.

### **Maatschappelijk verantwoord handelen nog geen geïntegreerd onderdeel van risicobeleid en beleggingsbeleid**

Met het toenemen van het belegd vermogen van pensioenfondsen is ook de aandacht voor de maatschappelijke rol van het pensioenfonds als belegger toegenomen. De wettelijke opdracht van het pensioenfonds houdt in dat het pensioenvermogen wordt aangewend voor het zorg dragen voor een goed en veilig pensioen. Daarom ontkomt het pensioenfonds er niet aan zich rekenschap te geven van de bredere maatschappelijke gevolgen van zijn handelen. Samenleving en politiek verwachten van ondernemingen maar net zo goed van pensioenfondsen expliciete aandacht voor duurzaamheid, zowel op het gebied van milieu en klimaat als op het gebied van mensenrechten en sociale verhoudingen. Naast deze externe legitimering van maatschappelijk verantwoord beleggen zijn er interne redenen. In de eerste plaats gaat het daarbij om de preferenties van de deelnemers; deze dienen verankerd te worden in het beleid van het pensioenfonds, ook op het gebied van beleggingen. Daarnaast heeft het fonds als lange termijn belegger direct te maken met de consequenties van niet-duurzame ecologische, economische of sociale ontwikkelingen op de toekomstige waarde van de beleggingen. Duurzaamheidsbeleid moet daarom onderdeel uitmaken van het risico- en beleggingsbeleid.

### **Governancemodel heeft verbetering**

De uitdagingen waar pensioenfondsen zich voor gesteld zien hebben forse bestuurlijke consequenties.

De toenemende complexiteit legt de bestuurlijke lat steeds hoger. In het rapport zijn de uitdagingen voor het pensioenfonds en de bijbehorende ‘common practices’ op systematische wijze in kaart gebracht. De vraag is hoe daar bestuurlijk mee om te gaan.

Besturen moeten zelfstandig de afweging maken tussen verwacht rendement en de bepaling wat een acceptabel risico is, gegeven het pensioencontract, het risicodraagvlak en de risicobereidheid van de deelnemers en overige belanghebbenden van het pensioenfonds. Zij moeten zelfstandig de richting kunnen bepalen en tijdig de nodige initiatieven nemen om het beleid bij te sturen.

De bestuurlijke rol is de afgelopen jaren gewijzigd van een paternalistisch trustee model naar een democratisch trustee model waarin deskundigheid, transparantie van en verantwoording over bestuurlijk handelen centraal staan. Niet de samenstelling maar de positie en rolinvulling van het bestuur zijn bepalend. Kernpunten daarvan zijn daadwerkelijke onafhankelijkheid en deskundigheid. De complexiteit en de omvang van de bestuurlijke taken vergt een adequate en professionele ondersteuning. Voor kleine pensioenfondsen wordt dat al snel een dure zaak.

Pensioenfondsen zullen regelmatig het bestuurlijke functioneren moeten evalueren, met name op de hierboven genoemde kernpunten. Communicatie en verantwoording via website en jaarverslag behoren eveneens tot kerntaak van het bestuur.

### **Tot slot**

Op basis van haar onderzoek heeft de commissie geen aanwijzingen dat pensioenfondsen structureel slecht presteren. Dat laat onverlet dat 2008 een zeer slecht jaar was en dat de komende jaren voor de pensioenfondsen op financieel gebied niet gemakkelijk zullen zijn. De geschetste ontwikkelingen stellen hogere eisen aan het bestuur van een pensioenfonds en aan de kwaliteit van de bestuurlijke processen.

De commissie doet daarom aanbevelingen voor (strategisch) risicobeleid, beleggingsbeleid, maatschappelijk verantwoord handelen, de uitvoering van het beleggings- en risicobeleid en ten slotte voor de invulling van de bestuurlijke verantwoordelijkheden. De commissie roept de sectororganisaties en de besturen van pensioenfondsen op om de aanbevelingen op te pakken en uit te werken in 'best practices'. De commissie pleit dus in de eerste plaats voor zelfregulering, niet als een vrijblijvend proces maar als een harde toezegging van de sector.

Daarnaast adviseert de commissie op een aantal terreinen tot een aanpassing dan wel aanscherping van wet- en regelgeving. Het betreft vooral het opnemen van een reëel kader in het FTK, eisen aan de deskundigheid van pensioenfondsbestuur en de governance van pensioenfondsen.

Voorts acht de commissie het belangrijk dat de Pensioenwet ruimte laat voor wijzigingen in de verplichtingenstructuur met als doel expliciete toedeling van risico's aan de verschillende groepen deelnemers in het fonds.

De commissie is zich er terdege van bewust dat zij hoge eisen stelt aan het bestuur van pensioenfondsen. De haalbaarheid van de uitvoering van de aanbevelingen hangt overigens mede af van de mogelijkheden om het pensioencontract aan te passen aan de gewijzigde verhoudingen en de toegenomen kwetsbaarheid. Dit vormde evenwel geen onderdeel van de onderzoeksopdracht van de commissie.

## **2. Aanbevelingen**

De commissie heeft naar aanleiding van haar analyse de volgende aanbevelingen geformuleerd:

### ***Risicomangement***

1. Besturen dienen uitsluitend pensioencontracten te accepteren die niet alleen expliciet en evenwichtig zijn met betrekking tot de pensioentoezeggingen en de premieafspraken maar ook over de toedeling van risico's.
2. Besturen dienen een strategisch risicokader vast te stellen waarin een voor het fonds en de deelnemers geëigende balans wordt vastgelegd tussen rendement en risico. De risicobereidheid en het risicodraagvlak van de deelnemers van het fonds dienen te worden vastgesteld en zijn uitgangspunt voor het na te streven beleggingsbeleid. Voorkomen moet worden dat het beleggingsbeleid de facto vooral rendementsgedreven is.
3. Het bestuur van het fonds dient na te gaan wat de houding van de deelnemers van het fonds en van de bijdragende werkgevers is betreffende duurzaamheid. Dit dient vervolgens het uitgangspunt te vormen voor het risico- en beleggingsbeleid. Het bestuur legt jaarlijks verantwoording af over de duurzaamheidprestaties van de beleggingen.
4. Een reële doelstelling is leidend. Het pensioenfonds dient een toetsingskader te ontwikkelen waarin zowel korte termijn dekkingsgraadrisico's als lange termijn indexatierisico's worden

meegewogen. De concretisering daarvan moet plaatsvinden in een ALM-context, met de verplichtingenstructuur als aangrijpingspunt.

5. Het bestuur ziet erop toe dat ook in extreme marktomstandigheden het fonds tussentijds niet onder de kritische nominale of reële dekkingsgraad komt. Het bestuur dient de ondergrens voor de nominale en de reële dekkingsgraad vast te stellen op basis van de voor dat fonds geldende kenmerken en het risicodraagvlak en de risicobereidheid van de deelnemers.
6. Het bestuur dient zich tegenover de deelnemers te verantwoorden over het strategisch beleggingskader met de daarin gekozen uitruil van rendement en risico en over de invulling van het bijbehorend risicobeheer. Als verplicht onderdeel van deze verantwoording informeert het fonds via website en ten minste jaarlijks via jaarverslag de deelnemers over de veronderstelde risicobereidheid van de deelnemers, het actuele risicoprofiel, de feitelijke nominale en reële dekkingsgraad evenals de door het bestuur vastgestelde kritische ondergrens van nominale en reële dekkingsgraad.

### ***Beleggingsbeleid***

7. Het beleggingsbeleid moet gericht zijn op een juiste balans tussen de reële doelstelling (ambitie) en het tussentijdse nominale en reële dekkingsgraadirisico. Het beleggingsbeleid vormt een integraal geheel met het risico- en duurzaamheidsbeleid. Het strategisch risicokader en het beleggingsbeleid worden in samenhang met elkaar vastgesteld.
8. Het bestuur moet het beleggingsbeleid baseren op actuele en realistische rendements- en risicoverwachtingen. In het bijzonder moet zich het bestuur ervan vergewissen dat kritische dekkingsgraadgrenzen, ook onder extreme omstandigheden, niet worden onderschreden.
9. Het bestuur moet expliciete keuzes maken over de invulling van het beleggingsbeleid in al zijn facetten en zich daarover verantwoorden. Het bestuur moet kritisch staan tegenover de veronderstelde voordelen van alternatieve beleggingen en vormen van actief beleggingsbeleid en naast de verwachte baten eveneens de lasten en de risico's ervan in kaart brengen.
10. Het bestuur hanteert een monitoring kader om het resultaat van het beleggingsbeleid continu te kunnen beoordelen ten opzichte van haar reële doelstelling.

### ***Uitvoering risicobeheer en beleggingsbeleid***

11. Het bestuur dient in alle stadia van het beleggingsproces effectief 'in control' te zijn met betrekking tot risicobeheer. Dit geldt voor de uitvoering van het strategisch, tactisch en operationeel beleggingsbeleid. Het bestuur legt dit vast in een 'in control statement'.
12. De resultaten van het beleggingsbeleid dienen afgezet te worden tegen de doelstellingen, het risicoprofiel en het risicodraagvlak zoals die zijn bepaald op basis van het pensioencontract.
13. De informatieprocessen dienen zo te zijn ingericht dat de risico's van asymmetrische informatie worden teruggebracht tot een beheersbaar niveau. Dit vereist een inrichting van bestuurlijke monitoring processen die tot daadwerkelijk inzicht en doorzicht van risicobeheer en het volledige beleggingsproces leiden. Daarnaast vereist het de selectie van uitvoerders, die aansluiten bij het gekozen beleggingsbeleid.
14. Het bestuur dient in staat te zijn een effectief tegenwicht (countervailing power?) te vormen voor de professionele uitvoerders en (commerciële) aanbieders van beleggingsproducten. Dit geldt ook als de uitvoering in eigen huis plaats vindt.

## ***Governance en organisatie***

15. Het bestuur dient aantoonbaar zodanige expertise/deskundigheid te bezitten op het gebied van risicomanagement en vermogensbeheer dat het in staat is initiërend op te treden.
16. De complexiteit van het beleggingsbeleid en de risico's moeten zijn afgestemd op het pensioencontract, het risicodraagvlak en de risicobereidheid van het pensioenfonds én op de aanwezige bestuurlijke expertise.  
Het verdient aanbeveling dat er een standaard (default) aanpak voor beleggingsbeleid en risicomanagement wordt ontwikkeld, die eenvoudig is en goed uitlegbaar aan deelnemers en overige belanghebbenden. Afwijken hiervan is mogelijk, mits aantoonbaar gebaseerd op de aanwezige expertise in het bestuur.
17. Besturen van kleine fondsen dienen zich periodiek te buigen over de vraag of de omvang van het fonds niet te klein wordt voor een optimale bemensing van bestuur en inrichting van de bestuurlijke processen. De beslissing om als zelfstandig pensioenfonds door te gaan dient te worden afgewogen tegenover de aanwezige alternatieven. Het bestuur verantwoordt zich over de uitkomst naar de deelnemers.
18. Het bestuur dient zich over het gevoerde beleid te verantwoorden, onder meer door de deelnemers in expliciete en specifieke termen via de website en ten minste jaarlijks via het jaarverslag te informeren over het beleid en de resultaten van risicobeheer en vermogensbeheer.
19. Het bestuur ontwikkelt, hanteert en bewaakt een monitorkader, waaruit blijkt in welke mate het bestuur adequaat functioneert inzake de bepaling, invulling en uitvoering van:
  - Risicobeleid
  - Maatschappelijk verantwoord handelen
  - Beleggingsbeleid

# Inhoudsopgave

<b>1. INLEIDING EN WERKWIJZE</b>	<b>9</b>
1.1. INLEIDING.....	9
1.2. WERKWIJZE.....	10
1.3. DEFINITIES .....	11
<b>2. DE OMGEVING VAN PENSIOENFONDSEN IS VERANDERD</b>	<b>12</b>
2.1. MAATSCHAPPELIJKE ONTWIKKELINGEN VERANDEREN CONTEXT PENSIOENFONDSEN .....	12
2.2. KWETSBAARHEID VOOR ONTWIKKELINGEN OP FINANCIËLE MARKTEN IS TOEGENOMEN .....	15
2.3. PENSIOENFONDSEN VORMEN EEN HETEROGENE GROEP EN HETEROGENITEIT VAN HET PENSIOENPRODUCT IS TOEGENOMEN .....	20
2.4. VOOR DE ONTWIKKELING VAN HET PENSIOENVERMOGEN IS 2008 EEN UITZONDERLIJK SLECHT JAAR GEWEEST .....	21
<b>3. RISICOMANAGEMENT</b>	<b>23</b>
3.1. PENSIOENCONTRACTEN ZIJN ONVOLDOENDE EXPLICIET .....	24
3.2. STRATEGISCH RISICOMANAGEMENT IS NOG IN ONTWIKKELING .....	27
3.3. DUURZAAMHEID VERANKEREN .....	29
3.4. ONTWIKKELING KADER VOOR HET REËLE DEKKINGSGRAADRISICO URGENT .....	31
3.5. NORMERING REËLE DEKKINGSGRAADPOSITIE .....	32
3.6. VERANTWOORDING OVER DE KEUZES DIE TEN AANZIEN VAN RISICO'S ZIJN GEMAAKT PAST GOED IN HET GELDEND KADER	33
<b>4. BELEGGINGSBELEID</b>	<b>35</b>
4.1. HISTORISCH VERLOOP BELEGGINGSBELEID .....	35
4.2. BELEGGINGSBELEID GEVANGEN TUSSEN TEGENSTRIJDIGE DOELSTELLINGEN.....	36
4.3. DYNAMISCH MANAGEN VAN HET KRITISCHE ONDERGRENISRISICO GESCHIEDT NOG ONVOLDOENDE.....	38
4.4. AAN ACTIEF BELEGGEN ZIJN KOSTEN VERBONDEN .....	38
<b>5. UITVOERING BELEGGINGSBELEID EN RISICOBEBEER</b>	<b>41</b>
5.1. TERECHTE AANDACHT VOOR STRATEGISCHE EN TACTISCHE ASPECTEN VAN HET BELEGGINGBELEID MAG NIET TEN KOSTE GAAN VAN AANDACHT VOOR DE UITVOERING.....	41
5.2. DOOR GROOTSCHALIGE UITBESTEDING ONTSTAAN PRINCIPAL-AGENT-VRAAGSTUKKEN.....	44
5.3. PENSIOENFONDSBESTUUR HEEFT CENTRALE ROL .....	46
5.4. AFLEGGEN VAN VERANTWOORDING IS SLUITSTUK VOOR CONSISTENT BELEID .....	47
<b>6. GOVERNANCE EN ORGANISATIE</b>	<b>48</b>
6.1. VOOR ADEQUAAT RISICOMANAGEMENT EN VERMOGENSBEHEER HEBBEN BESTUREN INITIËREND VERMOGEN NODIG.....	48
6.2. COMPLEXITEIT BELEGGINGEN MOET ZIJN AFGESTEMD OP DE AANWEZIGE BESTUURLIJKE EXPERTISE .....	50
6.3. OPTIMALE OMVANG PENSIOENFONDS IS PUNT VAN AANDACHT .....	51
6.4. VERANTWOORDELIJKHEID, TRANSPARANTIE EN VERANTWOORDING BESTUUR CRUCIAAL VOOR VERTROUWEN VAN DEELNEMERS .....	51
<b>7. TOT SLOT</b>	<b>54</b>
<b>BIJLAGE 1 INPUT PENSIOENFONDSEN</b>	<b>55</b>
<b>BIJLAGE 2 INPUT EXPERTS EN INSTITUTEN</b>	<b>56</b>
<b>BIJLAGE 3 ONDERSTEUNING EN SECRETARIAAT</b>	<b>57</b>



# 1. Inleiding en werkwijze

## 1.1. Inleiding

Dit rapport bevat de eindrapportage van de Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer. De commissie is per 1 september 2009 ingesteld bij besluit van 25 augustus 2009<sup>1</sup> door de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, mr. J.P.H. Donner.

De Minister heeft de commissie gevraagd:

- a. een onderzoek en een analyse uit te voeren naar de wijze waarop het beleggingsbeleid van pensioenfondsen, in het bijzonder het risicobeheer, alsmede uitvoering en governance zich sinds 1990 heeft ontwikkeld in relatie tot de doelstelling en het risicodragend vermogen van pensioenfondsen binnen het kader van de pensioenwetgeving en de omgeving waarbinnen pensioenfondsen opereren; alsmede
- b. het op basis van een analyse op grond van onderdeel a doen van aanbevelingen ten aanzien van het beleggingsbeleid, risicobeheer, uitvoering en governance waarbij met name in kaart wordt gebracht welke conclusies met het oog op structurele ontwikkelingen op de lange termijn getrokken kunnen worden.

De commissie bestaat uit de volgende leden:

- Prof. Dr. J.M.G. Frijns, voorzitter
- Drs. J.A. Nijssen;
- Prof. Dr. L.J.R. Scholtens.

De commissie dankt iedereen die een bijdrage aan het onderzoek heeft geleverd. Uiteraard is alleen de commissie zelf verantwoordelijk voor de analyse en de aanbevelingen.

Het vervolg van dit rapport bestaat uit zeven hoofdstukken, waaronder dit inleidende hoofdstuk 1.

Hoofdstuk 2 geeft een beeld van de relevante ontwikkelingen over de afgelopen twintig jaar. Hoofdstuk 3 tot en met 5 gaan achtereenvolgens over het risicomangement, het beleggingsbeleid en de uitvoering van het beleggingsbeleid. Hoofdstuk 6 behandelt de governance van pensioenfondsen. De hoofdstukken 3 tot en met 6 beginnen steeds met een of meer aanbevelingen en geven daarna een toelichting en een omschrijving van het onderzoek, de bevindingen en de analyse die aan de aanbevelingen ten grondslag liggen. Hoofdstuk 7 bestaat uit een afsluitende tekst waarin de commissie de hoofdlijnen van het onderzoek en de bevindingen samenvat.

Grafieken en kaderteksten die direct ondersteunend zijn voor de verhaallijn zijn in de kantlijn geplaatst. De twee bijlagen vermelden de leden van het onderzoeksteam en de experts en instituten waar de commissie gesprekken mee heeft gevoerd.

### *Uitgangspunt: huidige pensioencontracten*

De commissie heeft de huidige Pensioenwet als kader gehanteerd. En heeft in zijn analyse en de daarop gebaseerde aanbevelingen op het gebied van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van pensioenfondsen de huidige pensioencontracten van het merendeel van de pensioenfondsen als uitgangspunt genomen. Dit betekent middelloonregelingen met een reële ambitie. In de analyse

---

<sup>1</sup> Instellingsbesluit Commissie beleggingsbeleid en risicobeheer, nr. AV/PB/2009/19299

vormt het koopkrachtperspectief van de pensioenen voor de deelnemers dan ook een belangrijk uitgangspunt voor de commissie.

Verder beschouwt de commissie het Financiële toetsingskader (FTK) als een gegeven. Het FTK is voor de commissie echter geen normatief uitgangspunt.

## 1.2. *Werkwijze*

De commissie heeft het beleggingsbeleid en het risicobeheer onderzocht en geanalyseerd van 26 geselecteerde Nederlandse pensioenfondsen<sup>2</sup>. Deze groep van 26 omvat ondernemingspensioenfondsen, bedrijfstakpensioenfondsen en beroepspensioenfondsen en beschikt over een vermogen dat overeenkomt met 72% van het totale vermogen van alle Nederlandse pensioenfondsen. Aldus is een representatief beeld verkregen van de fondsen.

De gegevens van de onderzochte pensioenfondsen zijn verkregen uit de respons op twee vragenlijsten:

- Een vragenlijst over de doelstellingen van het pensioenfonds bij de vaststelling van het strategisch beleggingsbeleid, de visie en overwegingen bij het beleggings- en risicobeleid en de wijze waarop het bestuur invulling geeft aan risicomangement;
- Een vragenlijst over pensioenfondsenkenmerken, zoals omvang en samenstelling beleggingen, de risicoallocatie en behaalde rendementen.

Daarnaast zijn door middel van *desk research* gegevens verkregen van alle pensioenfondsen in Nederland<sup>3</sup> en heeft DNB op verzoek van de commissie op geaggregeerd niveau informatie verstrekt.

Vervolgens zijn gesprekken gevoerd met voorzitters van pensioenfondsbesturen<sup>4</sup>, pensioenkoepels<sup>5</sup>, de Stichting van de Arbeid en een brede kring van experts uit wetenschap en bedrijfsleven.

De discussie met de experts op het gebied van pensioenfondsen, risicomangement en financiële markten evenals de studie van de recente literatuur heeft nader inzicht gegeven in de opvattingen in het veld en de stand van zaken in de kennisgebieden die relevant zijn voor het onderzoek naar het beleggingsbeleid en het risicobeheer van pensioenfondsen.

De commissie is van mening dat het rapport representatief inzicht geeft in het risicobeheer en beleggingsbeleid van de Nederlandse pensioenfondsen.

Ten slotte heeft de commissie gedurende het onderzoek informerende gesprekken gevoerd met vertegenwoordigers van de Nederlandsche Bank, het Centraal Planbureau, het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid en het Ministerie van Financiën.

In haar werkzaamheden is de commissie gesteund door de pensioenspecialisten van PricewaterhouseCoopers.

---

<sup>2</sup> Van de 36 oorspronkelijk voor het onderzoek geselecteerde pensioenfondsen hebben er tien niet deelgenomen omdat zij de capaciteit niet konden vrijmaken voor het verzamelen en invullen van de gevraagde informatie.

<sup>3</sup> Belangrijke bronnen: Centraal Bureau voor de Statistiek en WM Company.

<sup>4</sup> Voor deze gesprekken zijn de voorzitters uitgenodigd van de pensioenfondsen die ook zijn geselecteerd voor de survey.

<sup>5</sup> Stichting voor ondernemingspensioenfondsen, Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen en de Unie van Beroepspensioenfondsen.

### **1.3. Definities**

De commissie sluit doorgaans aan bij de definities zoals die in pensioenland gangbaar zijn. Zo nodig worden technische termen in een voetnoot of kader toegelicht. Op één punt hanteert de commissie een eigen definitie. Als de commissie de term ‘deelnemers’ van een pensioenfonds gebruikt omvat dit zowel de actieve deelnemers, de slapers en de gepensioneerden. Elders wordt de term deelnemers gereserveerd voor de actieve deelnemers; deze definitie is in de ogen van de commissie niet terecht. Zeker niet omdat in de huidige pensioencontracten de pensioengerechtigden en de slapers evenveel of zelf meer risico’s dragen dan de actieve deelnemers.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Zie het artikel van C. van Ewijk, Credit Crisis and Dutch Pension Funds: Who Bears the Shock, in De Economist, September 2009

## **2. De omgeving van pensioenfondsen is veranderd**

De omgeving waarin pensioenfondsen opereren is de laatste jaren sterk veranderd. Van primair belang achten wij de demografische veranderingen, de globalisering, verdieping, verbreding en vervlechting van financiële markten, de verwachtingen van belanghebbenden en de regelgeving ten aanzien van pensioenvoorzieningen en pensioenfondsen.

Vooraf de onrust op de internationale financiële markten en de uitbreiding van het toezicht stellen pensioenfondsbesturen voortdurend op de proef. In 2008 kwam daar nog de financiële crisis bij, met scherpe ontwikkelingen op de rentemarkt en de aandelenmarkt die een dramatische verslechtering van de dekkingsgraadpositie van pensioenfondsen tot gevolg hebben gehad. De pensioenfondsen hebben zelf eveneens een sterke ontwikkeling doorgemaakt. Zij zijn een grote macro-economische factor geworden. Het gezamenlijk vermogen van pensioenfondsen is toegenomen van 70% van het Bruto Nationaal Product in 1987 naar 136% in 2007. De pensioenfondsen zijn steeds meer in internationale zakelijke waarden gaan beleggen. Pensioenpremies als percentage van de loonsom zijn structureel omhoog gegaan, vooral in 2002 na het ontstaan van tekorten door de koersval in 2000 en 2001. De gemiddelde leeftijd van de deelnemers is hoger geworden. Voor de naoorlogse geboortegolf is het pensioen inmiddels dichtbij gekomen. In twintig jaar tijd is niet alleen de economische betekenis van pensioenfondsen in meer dan één opzicht aanzienlijk toegenomen, maar ook de maatschappelijke belangstelling voor pensioen is veel groter geworden. De financiële crisis heeft ook de belangstelling van deelnemers een onomkeerbare impuls gegeven. Hieronder gaan we in op deze veranderde omgeving.

### **2.1. *Maatschappelijke ontwikkelingen veranderen context pensioenfondsen***

#### *Demografie*

De Nederlandse bevolking vergrijst en leeft steeds langer. De vergrijzing en de verder toenemende levensduur van de bevolking stellen pensioenfondsen voor grote uitdagingen. Een langere levensduur bij gelijkblijvende leeftijd van pensionering maakt pensioen duurder. De vergrijzing maakt pensioenfondsen kwetsbaarder en tast het herstelvermogen aan.

De levensverwachting in Nederland neemt voor zowel mannen als vrouwen nog steeds trendmatig toe. Pensioenen zullen daardoor langer moeten worden uitgekeerd. Bovendien worden steeds meer lange termijn projecties opgenomen in huidige voorzieningen (prognose in plaats van waarneming). Dit betekent dat er steeds meer pensioenvermogen opgebouwd moet worden.

Vergrijzing betekent dat het aandeel van ouderen in de bevolking toeneemt, wat uiteraard ook tot uitdrukking komt in de leeftijdsopbouw van de deelnemers van pensioenfondsen. Problemen als bij de AOW - een steeds kleinere groep betaalt de kosten van steeds meer ingegane uitkeringen - doen zich bij vergrijzende pensioenfondsen niet voor, aangezien pensioenfondsen worden gefinancierd op basis van kapitaaldekking in plaats van omslag. Toch is ook voor pensioenfondsen de vergrijzing een bedreiging. Het aandeel van de premie-inkomsten neemt af ten opzichte van de pensioenverplichtingen en de looptijd (duration) van de pensioenverplichtingen loopt terug. Een kortere duration betekent onder andere dat de hersteltermijn na een daling van de

dekkingsgraad korter wordt. In hoofdstuk 3 en 4 wordt dieper ingegaan op de consequenties van deze ontwikkelingen voor het risicomanagement en het beleggingsbeleid van pensioenfondsen.

#### *Financiële markten*

Pensioenfondsen zijn sinds de jaren tachtig in toenemende mate actief op de financiële markten. Van hoofdzakelijk vastrentend beleggen in Nederlandse staatsleningen en Nederlandse bedrijfsobligaties begin jaren tachtig is de sector opgeschoven naar rond 50% zakelijk beleggen in 2007 met een grote spreiding over categorieën, producten en regio's (wereldwijd). De trend op de aandelenbeurzen was van begin jaren tachtig tot het eind van de jaren negentig sterk stijgend – hoewel er ook toen soms sprake was van stevige correctie –, wat de beweging van pensioenfondsen richting zakelijk beleggen heeft bevorderd. De koersstijgingen zijn in 2000/2001 en vooral in 2008 krachtig onderbroken door het knappen van de internetzeepbel respectievelijk de huidige financiële en economische crisis. Bovendien is de volatiliteit van de waarde van financiële instrumenten veel groter geworden.

De ontwikkeling van de rente en inflatie is de laatste decennia neerwaarts gericht. Dat heeft grote gevolgen gehad voor de financiële positie van pensioenfondsen. De rente waarmee de toekomstige uitkeringen worden verdisconteerd is gedaald, hetgeen tot een verhoging van de voorzieningen heeft geleid. Dit is ongunstig voor de dekkingsgraad van pensioenfondsen. De inflatie is eveneens gedaald, wat gezien de indexatiedoelstelling van pensioenfondsen juist gunstig is geweest. In paragraaf 2.2 zullen de ontwikkelingen op de financiële markten worden gerelateerd aan de kwetsbaarheid van pensioenfondsen voor deze ontwikkelingen.

#### *Verwachtingen van belanghebbenden*

Deelnemers aan een pensioenregeling verwachten dat zij een waardevast pensioen ontvangen waarmee zij na pensionering hun leefstijl kunnen continueren. De bestaande pensioenregelingen spelen daar ook op in. Het overgrote deel van de pensioenregelingen bestaat uit middelloonregelingen met een ambitie om de opgebouwde en ingegane pensioenen te indexeren en ten minste waardevast te houden. Uit onderzoek blijkt dat deelnemers verwachten dat het pensioenfonds in twee opzichten verantwoord belegt. In de eerste plaats verwachten deelnemers dat het pensioenfondsbestuur geen onverantwoorde risico's neemt met hun pensioengeld. In de tweede plaats willen deelnemers zowel optimale rendementen als duurzame beleggingen.

Door het toegenomen maatschappelijk belang van pensioenfondsen en de gebeurtenissen in 2008 en 2009 is de noodzaak toegenomen voor pensioenfondsen om actief te communiceren met hun belanghebbenden en met de maatschappij als geheel. Veel belanghebbenden verkeerden tot voor kort in de veronderstelling dat pensioenen volledig zeker gesteld zijn en bovendien automatisch worden geïndexeerd. Deze verwachtingen blijken bepaald niet altijd aan te sluiten bij de realiteit. Er is een toegenomen behoefte aan transparantie en inmiddels is er een steeds grotere consensus dat pensioenfondsen (en sociale partners) actiever moeten communiceren over de risico's die opgesloten zitten in de pensioenregelingen, wat die risico's betekenen voor de belanghebbenden en welk beleid gevoerd wordt om met die risico's om te gaan.

### *Maatschappelijk verantwoord beleggen*

Met het toenemen van het belegd vermogen van pensioenfondsen is ook de aandacht voor de maatschappelijke rol van het pensioenfonds als belegger toegenomen. De wettelijke opdracht van het pensioenfonds houdt in dat het pensioenvermogen wordt aangewend voor het zorg dragen voor een goed en veilig pensioen. Daarom ontkomt het pensioenfonds er niet aan zich rekenschap te geven van de bredere maatschappelijke gevolgen van zijn handelen. Samenleving en politiek verwachten van ondernemingen<sup>7</sup> maar net zo goed van pensioenfondsen expliciete aandacht voor duurzaamheid, zowel op het gebied van milieu en klimaat als op het gebied van mensenrechten en sociale verhoudingen.

Naast deze externe legitimering van maatschappelijk verantwoord beleggen zijn er interne redenen. Het gaat daarbij in de eerste plaats om de preferenties van de deelnemers; deze dienen verankerd te worden in het beleid van het pensioenfonds, ook op het gebied van beleggingen. Daarnaast heeft het fonds als lange termijn belegger direct te maken met de consequenties van niet-duurzame ecologische, economische of sociale ontwikkelingen op de toekomstige waarde van de beleggingen. Duurzaamheidsbeleid is dus onderdeel van het risicobeleid. Ten slotte schept de noodzaak tot duurzaamheid kansen in de vorm van nieuwe technologieën en markten.

De commissie constateert dat maatschappelijk verantwoord handelen integraal onderdeel is van het streven naar een goed en veilig pensioen. In een recente brief aan de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (d.d. 21 december 2009) geven de pensioenkoepels enig inzicht in het beleid van de Nederlandse pensioenfondsen in deze. De dimensie maatschappelijk verantwoord beleggen wordt in toenemende mate ingebed in een beleggingsbeleid overstijgend duurzaamheidsbeleid. Toch is dat nog geen gemeengoed. Zo heeft een zesde van de rapporterende fondsen in het geheel geen beleid op dit gebied. Ongeveer veertig procent heeft specifiek beleid in de vorm van uitsluiting van bedrijven of sectoren, engagement (overleg met directies) en stemmen c.q. stemverklaringen tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders. Het blijkt overigens dat veel pensioenfondsen momenteel nog niet systematisch verantwoording afleggen over de prestaties op het gebied van hun maatschappelijk verantwoord handelen.

### *Pensioenwetgeving*

Pensioenfondsen hebben te maken met een toegenomen regelgeving en extern toezicht. In de context van dit rapport is in de nieuwe pensioenwetgeving sinds 2007 vooral het Financieel Toetsingskader (FTK) van belang. Het FTK valt onder de Pensioenwet en stelt regels met betrekking tot de vaststelling van de voorziening voor de pensioenverplichtingen, de premie en het eigen vermogen van de pensioenfondsen. Vooral de introductie van marktwaardering voor de pensioenverplichtingen en van buffereisen voor een aantal specifieke risico's heeft grote invloed op de financiële opzet van pensioenfondsen.

Andere belangrijke regelgeving betreft de 'governance' van pensioenfondsen. De regelgeving dienaangaande heeft geleid tot zwaardere eisen aan deskundigheid van het bestuur, verantwoording aan

### **Financieel toetsingskader voor pensioenfondsen**

Op 1 januari 2007 is met de invoering van de Pensioenwet het nieuwe Financieel toetsingskader voor pensioenfondsen (FTK) in werking getreden. Tot 2007 werd op basis van de Pensioen- en spaarfondsenwet voor de waardering van de opgebouwde pensioenverplichtingen een vaste disconteringsvoet van 4% gebruikt, terwijl de bezittingen op marktwaarde werden gewaardeerd. Onder het FTK is de vaste disconteringsvoet voor de verplichtingen losgelaten en dient uitgegaan te worden van een rentecurve die door de Nederlandsche Bank maandelijks wordt afgeleid uit de interbancaire swapmarkt. De bedoelde rentecurve wordt rentetermijnstructuur genoemd. Daarnaast stelt het FTK solvabiliteitseisen met betrekking tot specifieke risico's, waarvan het renterisico en het beleggingsrisico het belangrijkste zijn.

Het FTK stelt ook eisen aan de premie. Deze dient ten minste kostendekkend te zijn, behalve als het pensioenfonds over zeer grote reserves beschikt.

Met betrekking tot de dekkingsgraadvereisten geldt dat pensioenfondsen die niet over een eigen vermogen beschikken van ongeveer 5% van de voorziening pensioenverplichtingen zodanige maatregelen dienen te nemen dat zij naar verwachting binnen drie jaar wel over een eigen vermogen van 5% van de voorziening pensioenverplichtingen beschikken.

Pensioenfondsen die niet over voldoende reserves voor het opvangen van tegenvallers beschikken dienen zodanige maatregelen te nemen dat zij naar verwachting binnen vijftien jaar wel over voldoende reserves beschikken. De hoogte van de vereiste reserves is fondsspecifiek en bedraagt voor een gemiddeld fonds dat de risico's niet al op een andere manier afdekt circa 25% van de voorziening pensioenverplichtingen.

De voorziening pensioenverplichtingen heeft onder het FTK betrekking op de opgebouwde, onvoorwaardelijk toegezegde pensioenrechten. Voorwaardelijke toezeggingen inzake toekomstige indexatie van de opgebouwde pensioenrechten vallen er buiten.

<sup>7</sup> Zie bijvoorbeeld de aangepaste Code Tabaksblat van juni 2009.

deelnemers en overige belanghebbenden en intern toezicht. De verplichtingen rondom informatieverstrekking zijn sterk toegenomen, bijvoorbeeld over indexatie.

Rondom het vermogensbeheer van pensioenfondsen gelden relatief weinig regels. Pensioenfondsen moeten een beleggingsbeleid voeren dat in overeenstemming is met de ‘prudent person’ regel. Belangrijkste voorschrift is dat belegd moet worden in het belang van de aanspraak- en pensioengerechtigden.

## 2.2. *Kwetsbaarheid voor ontwikkelingen op financiële markten is toegenomen*

Door de economische crisis is de kwetsbaarheid van een pensioensysteem gebaseerd op kapitaaldekking duidelijk naar voren getreden. Het systeem van reserveren voor pensioenuitkeringen heeft tot gevolg dat forse besparingen worden gedaan, maar dat deze besparingen bloot staan aan het krachtenveld op de financiële markten. In de recente bankencrisis kwamen fondsen in de tang te zitten doordat de dalende koersen de waarde van hun bezittingen deed verminderen, terwijl de dalende rente de waarde van hun verplichtingen deed stijgen.

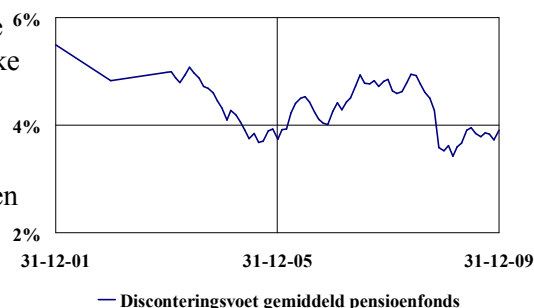
### *De rente daalt*

Een belangrijke oorzaak van de gedaalde dekkingsgraden van pensioenfondsen is de daling van de rentetermijnstructuur waarmee zij de toekomstige kasstromen uit hoofde van de opgebouwde onvoorwaardelijke pensioenverplichtingen contant maken naar het heden. Figuur 1 laat voor een periode van acht jaar de disconteringsvoet zien die voor een gemiddeld pensioenfonds zou volgen uit de rentetermijnstructuur. Tot de inwerkingtreding van de Pensioenwet in 2007 hanteerden pensioenfondsen overigens een vaste disconteringsvoet van vier procent.

DNB publiceert elke maand de te hanteren actuele rentetermijnstructuur, die gebaseerd is op de interbancaire swapmarkt. In een persbericht van 18 december 2008 maakt DNB melding van de hoge volatiliteit die de interbancaire markt voor vooral langlopende swaps kenmerkt en de gevolgen voor pensioenfondsen. Door de sterke daling van de rentetermijnstructuur per 31 december 2008 ten opzichte van een jaar eerder kwam voor een gemiddeld pensioenfonds de voorziening voor pensioenverplichtingen circa 20% hoger uit<sup>8</sup>.

De enorme interventies van de monetaire en financiële autoriteiten en de ongekende liquiditeitssteun aan het bankwezen hebben een zeer grote invloed gehad op de rentebewegingen in 2008 en 2009 en deze zijn nog steeds van dominante invloed op het huidige renteniveau. Daarom kan nog steeds niet van ordentelijke marktverhoudingen worden gesproken. De rentetermijnstructuur is in zo'n situatie geen goede indicator van de door de markt verwachte toekomstige renteniveaus. Resultaat is dat een door de

Figuur 1 (bron: PwC)  
Disconteringsvoet pensioenverplichtingen daalt



<sup>8</sup> Als voorbeeld nemen wij een uitkering van € 1.000,- die bij het in leven zijn van de verzekerde over twintig jaar zal plaatsvinden. Bij een rekenrente van 4% bedraagt de netto contante waarde € 456,- en bij een rekenrente van 3% € 554,- of 21% meer.

monetaire autoriteiten gecreëerd laag renteniveau goed is voor banken, terwijl dit nadelig is voor pensioenfondsen.

De commissie wijst er op dat regelgeving en instrumentarium de toezichthouder in staat moeten stellen rekening te houden met de stabiliteit van het financiële systeem als geheel, inclusief de pensioenfondsen.

#### De inflatie daalt

Sinds 2001 is de inflatie gedaald. Vanuit een reële invalshoek is dat gunstig geweest voor de pensioenfondsen omdat de kosten van volledige indexatie eveneens afnemen. Maar vanuit nominaal oogpunt is een daling van de inflatie ongunstig als deze samengaat met een daling van de rente. Lage rente leidt immers tot hoge voorzieningen.

#### De reële rente is gedaald

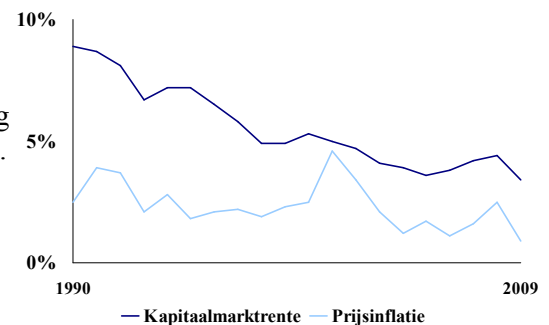
Uitgaande van een reële pensioenambitie heeft het niveau van de reële rente grote invloed op de pensioenkosten. Als voorbeeld nemen wij een levenslang ouderdomspensioen van € 10.000,- per jaar vanaf 65 jaar voor een nu 45-jarige vrouw. Met de jaarlijkse indexering van het pensioen - zowel voor als na ingang - is rekening gehouden door te disconteren met de reële rente. Bij een reële rente van 3,5% bedraagt de netto contante waarde van haar pensioen € 61.000,-, bij een reële rente van 2,5% € 81.000,- en bij een reële rente van 1,5% € 109.000,-. Ter adstructie: tussen 1990 en 2009 is de reële rente gedaald van rond 5% naar circa 2%, zoals blijkt uit figuur 2.

*De volatiliteit van aandelenbeleggingen is toegenomen terwijl pensioenfondsen steeds meer in zakelijke waarden zijn gaan beleggen*  
Pensioenfondsen zijn steeds meer gaan beleggen in zakelijke waarden, met name aandelen. Figuur 3 laat dat zien. Zakelijke waarden leveren naar verwachting hogere rendementen op maar zijn ook risicovoller. Hierdoor is het risicoprofiel van pensioenfondsen toegenomen. Daar komt bij dat de volatiliteit van aandelen en andere kapitaalmarkt-gerelateerde beleggingen sterk is toegenomen waarbij met name de hoge frequentie van de uitschieters opvalt.

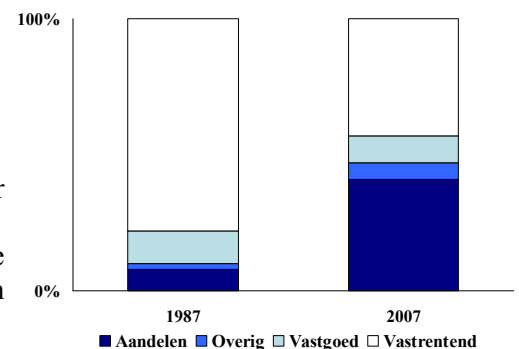
Een goede illustratie van de toegenomen instabiliteit van de kapitaalmarkt levert de Volatility Index (VIX) van de Chicago Board Options Exchange. Dit is in de beleggerswereld een bekende maatstaf om de volatiliteit van opties te bepalen. Deze maatstaf geeft een goed inzicht in de volatiliteit van de onderliggende waarde van opties, de aandelen zelf. Een hoge VIX wordt door investeerders gezien als een aanwijzing voor hoge onzekerheid in de financiële markten, terwijl een lage VIX juist gezien wordt als een situatie van financiële stabiliteit. Uit figuur 4 blijkt dat de VIX in 2008 aanzienlijk hogere waarden heeft bereikt dan na het uiteenspatten van de internetbubbel in 2000 of na de aanslag op de Twin Towers in New York op 11 september 2001. In 2008 was de VIX uitzonderlijk hoog, wat een vertaling is van de instabiele markten in die periode. Institutionele beleggers hebben in dat jaar te maken gekregen met grotere koersbewegingen en dus grotere risicorealisaties dan vooraf voor mogelijk werd gehouden.

Naast het toegenomen belang van beleggingen in zakelijke waarden, waardoor het beleggingsrisico is toegenomen, is dus tegelijkertijd het

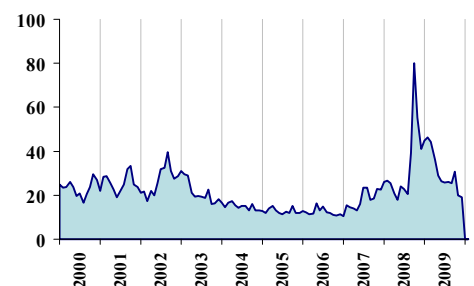
Figuur 2 (bron: PwC)  
Reële rente is sinds 1990 gedaald



Figuur 3 (bron: DNB)  
Pensioenfondsen beleggen meer in zakelijke waarden



Figuur 4  
CBOE Volatility Index (VIX)





risico van de aandelenbeleggingen toegenomen. Beide ontwikkelingen versterken elkaar.

### *Missing markets*

Ook in de markten die traditioneel als risicoloos worden aangemerkt worden pensioenfondsen geconfronteerd met grote risico's. Deze hebben betrekking op *missing markets* en op niet goed functionerende markten.

Een voorbeeld van *missing markets* betreft inflatieproducten die betrekking hebben op de Nederlandse inflatie en obligaties die wat looptijd betreft *matchen* met de pensioenverplichtingen. Onderzoek kan uitwijzen of en in hoeverre in de missing markets voorzien kan worden door of via de Staat, vooral wat obligaties met lange looptijd betreft.

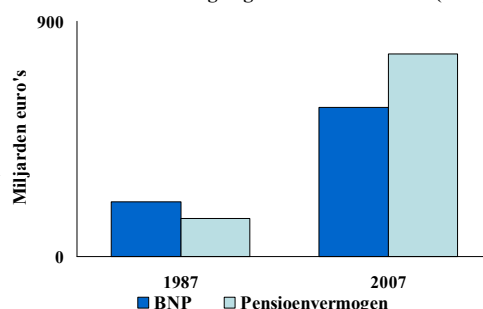
Voor pensioenfondsen relevante vastrentende markten raakten in situaties van economische stress illiquide. De interbancaire swapmarkt is voor pensioenfondsen van eminent belang. Deze levert de rentetermijnstructuur waarmee pensioenfondsen de opgebouwde pensioenverplichtingen moeten waarderen. De vraag is of deze markt in perioden van marktstress wel voldoende liquide is met de pensioenfondsen zelf als grootste partijen. In de huidige crisis bleek dat deze markt langdurig illiquide was. De swaprente kan dan moeilijk gezien worden als tot stand gekomen zijnde op een efficiënte markt.

### *De betekenis van de beleggingen binnen de financiële huishouding van een pensioenfonds is toegenomen*

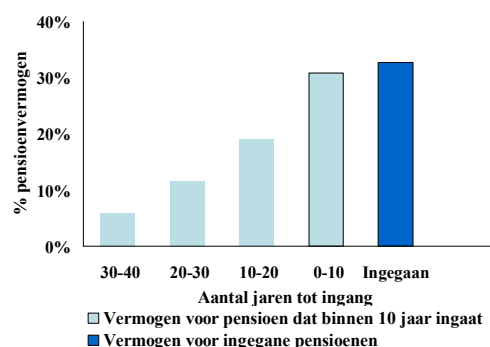
In de afgelopen twintig jaar is het totale belegde vermogen van de Nederlandse pensioenfondsen toegenomen van 70% van het bruto nationale product (BNP) in 1987 naar 136% van het BNP in 2007 (zie figuur 5). De belangrijkste oorzaken van deze sterke groei ten opzichte van het BNP zijn de vergrijzing van de beroepsbevolking, de toegenomen welvaart (hogere lonen leiden tot meer pensioen) en ten slotte de verzwaring van de reserveringsgrondslagen.

De vergrijzing van de beroepsbevolking heeft tot gevolg dat het aandeel van de oudere deelnemers in pensioenfondsen toeneemt. Oudere deelnemers hebben gemiddeld een hoger salaris en langer pensioen opgebouwd dan jonge deelnemers en bovendien komt hun pensioen eerder tot uitkering of het is al ingegaan. De voorziening pensioenverplichtingen voor oudere deelnemers is daardoor gemiddeld veel hoger dan voor jonge deelnemers<sup>9</sup>. In 1987 was 43% van het vermogen van de Nederlandse pensioenfondsen toe te rekenen aan deelnemers ouder dan 55 jaar en in 2007 meer dan 60%. Dit betekent dat meer dan 60% van het pensioenvermogen betrekking heeft op pensioenen die al zijn ingegaan of die binnen tien jaar in zullen gaan. Figuur 6 toont de verdeling van het totale pensioenvermogen per 31 december 2007 op grond van uitsteluur van de desbetreffende pensioenen. Het toenemende belang van ingegaan respectievelijk binnen tien jaar ingaand pensioen heeft tot gevolg dat het risicodraagvlak van pensioenfondsen verandert.

Figuur 5 (bron: DNB)  
Pensioenvermogen groeit boven BNP uit (2007)



Figuur 6 (bron: PwC)  
Ruim 60% totale pensioenvermogen is voor pensioen dat is ingegaan of binnen 10 jaar ingaat

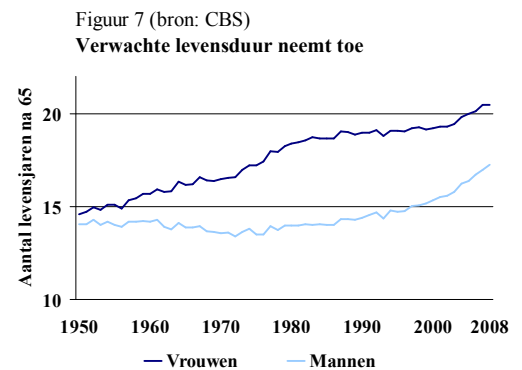


<sup>9</sup> Voor de vergelijking met het BNP is uitgegaan van de voorziening pensioenverplichtingen plus het aanwezige eigen vermogen van pensioenfondsen

De belangrijkste reserveringsgrondslagen voor pensioenfondsen zijn de rentegrondslag, de sterftegrondslag en de buffervereisten.

De rentegrondslag bestaat uit de rente waarmee de pensioenverplichtingen contant moeten worden gemaakt. De vaste rekenrente van 4% is, zoals eerder aangegeven, in 2007 vervangen door een rekenrente die gebaseerd is op de veranderlijke rentetermijnstructuur. Eind 2007 noteerde de rentetermijnstructuur voor alle looptijden een disconteringsvoet van meer dan 4%. Gemiddeld betekende dat een 12% lagere voorziening pensioenverplichting dan wanneer van een disconteringsvoet van 4% zou zijn uitgegaan. Eind 2008 noteerde de rentetermijnstructuur gemiddeld een disconteringsvoet van minder dan 4%, waardoor de voorziening pensioenverplichtingen circa 20% hoger uitkwam dan wanneer de rentetermijnstructuur van een jaar eerder zou zijn gebruikt.

Als sterftegrondslag hanteerden pensioenfondsen twintig jaar geleden voor de berekening van de voorziening pensioenverplichtingen eenjarige overlevingskansen die werden ontleend aan een zogenaamde periodetafel die elke vijf jaar door het Actuarieel Genootschap werd opgesteld op basis van de door het Centraal Bureau voor de Statistiek waargenomen sterfte onder de gehele Nederlandse bevolking gedurende een bepaalde periode, bijvoorbeeld 1981-1985. De trend is al vele tientallen jaren dat de verwachte levensduur toeneemt ('Nederlanders leven steeds langer'). Figuur 7 laat voor mannen en vrouwen in Nederland vanaf 1950 zien welke gemiddelde verwachte resterende levensduur een 65-jarige heeft op basis van de waarnemingen van het CBS. De ontwikkeling van de overlevingskansen heeft in twintig jaar tijd een verhogend effect op de voorziening pensioenverplichtingen gehad van gemiddeld circa 15%. Bovendien dienen pensioenfondsen tegenwoordig van een zogenaamde prognosetafel uit te gaan waarin de verwachte toekomstige sterftetrend gedurende de komende 50 jaar is meegenomen. Het verhogende effect hiervan op de voorzieningen bedraagt rond 10%.



De derde factor van de reserveringsgrondslag wordt gevormd door de buffervereisten. De buffervereisten schrijven voor hoeveel buffers (extra eigen vermogen) pensioenfondsen moeten aanhouden boven de voorziening pensioenverplichtingen. Gemiddeld beschikten de pensioenfondsen in 1987 over een eigen vermogen van circa 10% van de voorziening pensioenverplichtingen (VPV), een niveau waaraan de externe actuaaris het oordeel verbond dat de financiële positie van het pensioenfonds ruimschoots in evenwicht was. Inmiddels zijn de buffervereisten vastgelegd in het FTK. Het minimaal vereiste eigen vermogen bedraagt 105% en het als voldoende geoormerkte eigen vermogen kan oplopen tot 125% of meer. Daarbij merken we op dat beide cijfers niet helemaal goed vergelijkbaar zijn. De marktrente was in 1987 veel hoger dan de rekenrente van 4% en het beleggingsbeleid van de fondsen was veel minder risicovol.

Het vermogen van pensioenfondsen is blootgesteld aan de marktomstandigheden en daardoor is het eigen vermogen zeer volatiel<sup>10</sup>. Eind 2007 bedroeg het eigen vermogen van pensioenfondsen gemiddeld

<sup>10</sup> Behalve in de uitzonderlijke gevallen waarin de werkgever een bijstortingsverplichting tot bijvoorbeeld het vereiste eigen vermogen heeft en deze verplichting onverkort nakomt'.

44% van de voorziening pensioenverplichtingen. Eind 2008 hadden de meeste pensioenfondsen een negatief eigen vermogen. Figuur 8 brengt vanaf 1997 het verloop van het pensioenvermogen ten opzichte van de voorzieningen voor pensioenverplichtingen in beeld.

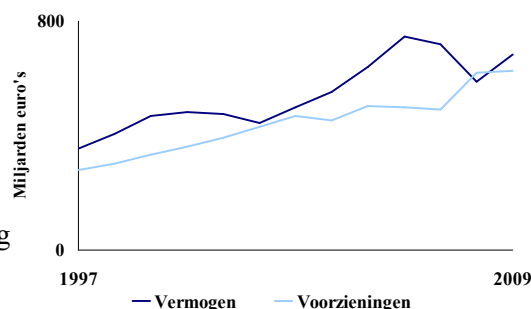
*De pensioenpremie als percentage van de loonsom is gestegen, maar steeds minder effectief als sturingsmiddel*

De ontwikkeling van de pensioenpremie als percentage van de voorziening pensioenverplichtingen is de afgelopen twintig jaar door twee tegengestelde bewegingen bepaald. Enerzijds is er de gestage afname van de loonsom ten opzichte van de pensioenverplichtingen door de vergrijzing van de beroepsbevolking (de verplichtingen nemen steeds sterker toe omdat het moment van uitkering dichterbij komt). Anderzijds zijn er op grote schaal premieverhogingen doorgevoerd na de slechte beleggingsresultaten in 2001 en 2002. Bovendien is in het FTK voorgeschreven dat vanaf 2007 de pensioenpremie ten minste kostendekkend<sup>11</sup> moet zijn zolang de dekkingsgraad lager is dan 150% tot 160%. Circa 40% van de pensioenfondsen is daardoor in 2007 en 2008 tot een hogere premiestelling gekomen. De pensioenpremie bedroeg over de periode 1990-1995 gemiddeld 5% van de loonsom en in de periode 2003-2008 gemiddeld 14% (zie figuur 9). In de meeste gevallen is de pensioenpremie ultimo 2008 aanzienlijk hoger dan aan het begin van de periode 2003 – 2008. De commissie merkt concluderend op dat het FTK hiermee een goede disciplinerende werking gehad heeft.

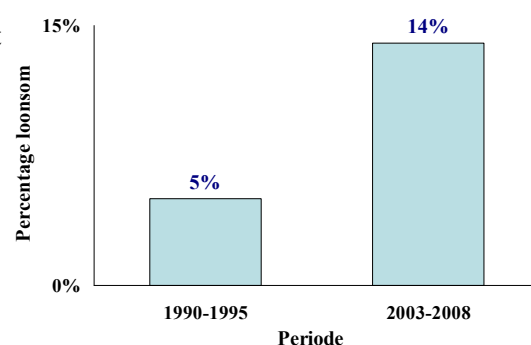
De financiering van de pensioenverplichtingen en van eventueel herstel van de financiële positie komt in beginsel uit de premie en uit het overrendement<sup>12</sup>. De totale beleggingsopbrengsten van pensioenfondsen zijn in de tien jaar tot 2008 ruim twee maal zo hoog geweest als de totale premie-inkomsten. Daarbij hebben de premie-inkomsten een geleidelijke toename vertoond, terwijl de beleggingsrendementen sterk volatiel zijn geweest, met - zoals blijkt uit figuur 10 - in 2001 en 2002 en 2008 negatieve resultaten. Pensioenfondsen hebben over de periode 1998-2007 gemiddeld meer rendement behaald dan nodig was om de rendementsverwachting te halen waarbij bij de vaststelling van de voorziening pensioenverplichtingen rekening werd gehouden. Globaal heeft dit overrendement circa 70% van de premie-inkomsten bedragen.

De premie is als sturingsmiddel om de dekkingsgraad van het pensioenfonds bij te sturen minder effectief geworden, doordat de loonsom van de premiebetalende deelnemers is afgenomen ten opzichte van de totale voorziening voor pensioenverplichtingen. Belangrijk is ook dat de premie de afgelopen tien jaar al aanmerkelijk is verhoogd. Daarmee zijn de resterende mogelijkheden om via de premie bij te sturen verminderd.

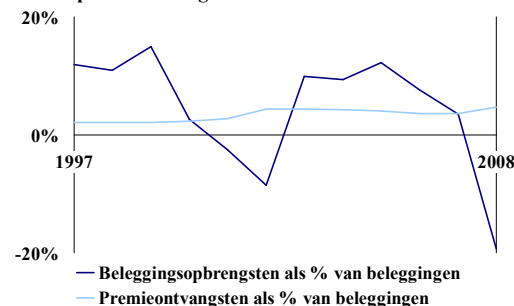
Figuur 8 (bron: DNB)  
Pensioenvermogen versus pensioenvoorzieningen



Figuur 9 (bron: DNB)  
Pensioenpremie groter % van loonsom



Figuur 10 (bron: DNB)  
Beleggingsopbrengsten volatieler dan premieontvangsten



<sup>11</sup> De kostendekkende premie heeft betrekking op onvoorwaardelijke pensioentoezeggingen en bevat de actuariële inkoopsom inclusief risicoafdekking plus opslagen voor solvabiliteit en kosten

<sup>12</sup> Actuarieel is een beleggingsrendement nodig dat overeenkomt met de rendementsverwachting die is neergelegd in de rentetermijnstructuur die wordt gebruikt bij de berekening van de voorziening pensioenverplichtingen. Alleen het rendement dat uitgaat boven het actuariële benodigde rendement is beschikbaar voor indexering en herstel of versterking van de financiële positie van het pensioenfonds.

### *Van Ageing Giants naar Sinking Giants*

Een verouderend pensioenfonds heeft steeds minder herstelvermogen en wordt daardoor kwetsbaarder voor negatieve beleggingsopbrengsten. Dit verschijnsel duiden wij aan met *ageing giant* of *sinking giant*<sup>13</sup>.

In de grafiek van figuur 11 is - op grond van een eenvoudig door ons ontwikkeld model - het financiële verloop van weergegeven van een vergrijsd pensioenfonds met een aanvangsdekkingsgraad van 80%. Bij een dekkingsgraad van 80% heeft het pensioenfonds voor een uitkering van 100 maar 80 beschikbaar. Ingegane pensioenen leveren bij elke uitkering verlies op. Bij dit grijze voorbeeldfonds zijn de uitkeringen hoger dan de som van de premies en het actuariële rendement, waardoor de voorziening pensioenverplichtingen daalt. Verder is aangenomen dat het pensioenfonds er in slaagt structureel één procentpunt meer rendement te halen dan actuariel nodig is. Dat extra rendement is echter niet genoeg om het verlies op uitkeringen goed te maken en de dekkingsgraad te verbeteren. Absoluut blijft het tekort vrijwel constant, maar als percentage van de voorziening pensioenverplichtingen neemt het sterk toe. Zonder ingrijpen gaat het pensioenfonds uiteindelijk onontkoombaar ten onder.

### **2.3. *Pensioenfondsen vormen een heterogene groep en heterogeniteit van het pensioenproduct is toegenomen***

Deze paragraaf beschrijft een aantal aspecten van de ontwikkeling van de pensioenfondsensector en het pensioenproduct in Nederland.

Ten eerste is van belang vast te stellen dat pensioenfondsen een heterogene groep vormen. Er zijn ondernemingspensioenfondsen, bedrijfstakpensioenfondsen en beroepspensioenfondsen. Er zijn grijze fondsen en relatief jonge fondsen. Het draagvlak van de premiebetalers verschilt bij de verschillende pensioenfondsen. Voor ondernemingspensioenfondsen geldt dat het belang van afspraken met de verbonden sponsoronderneming grote verschillen vertoont. Bij bedrijfstakpensioenfondsen is niet sprake van één of enkele ondernemingen, maar worden de premies opgebracht door soms grote aantallen aangesloten werkgevers en werknemers en is de omvang en het karakter van de achterliggende bedrijfstak bepalend. Voor de beroepspensioenfondsen bepalen de individuele beroepsgenoten het draagvlak voor de premiebijdragen. Verder verschillen pensioenfondsen sterk in omvang en dekkingsgraad maar ook in soort pensioenregeling en in risico- en beleggingsbeleid.

#### *Pensioencontracten: voorwaardelijke indexatie is de norm*

Het doorsnee pensioenproduct is gebaseerd op een uitkeringsovereenkomst met voorwaardelijke indexatie (zie figuur 12 en figuur 13). De pensioenovereenkomst voorziet alleen in een recht op een nominaal pensioen. Daarnaast zijn er per fonds verschillende afspraken voor aanpassing van de opgebouwde en ingegane pensioenen aan de inflatie. Voor meer dan 90% van de deelnemers en de gepensioneerden is

### **Sinking giants**

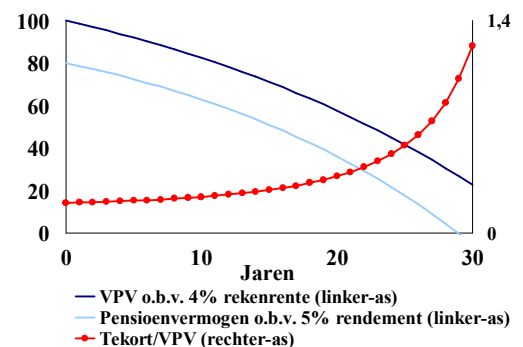
Met *sinking giants* worden (grote) pensioenfondsen bedoeld die in onderdekking verkeren en door vergrijzing relatief veel ingegane pensioenen hebben. Deze pensioenfondsen hebben ten opzichte van jongere fondsen minder hersteltijd en minder risicodraagvlak. Tegelijkertijd hebben ze meer rendement nodig om uit onderdekking te komen dan pensioenfondsen met weinig ingegane pensioenen aangezien een uitkering waar geen dekkende voorziening voor aanwezig is de financiële positie verder verslechterd.

Het benodigde extra rendement om niet ten onder te gaan hangt af van het bestaande dekkingstekort en van de verhouding tussen uitkeringen en de totale voorziening pensioenverplichtingen. Een pensioenfonds met een dekkingsgraad van 80% en pensioenuitkeringen per jaar ter grootte van 5% van de Voorziening pensioenverplichtingen heeft ruim 1% meer rendement nodig dan de marktrente waarmee bij de vaststelling van de Voorziening pensioenverplichtingen rekening is gehouden.

De problematiek van de *sinking giants* illustreert dat onder een bepaalde dekkingsgraad herstel vrijwel uitgesloten is.

Figuur 11 (bron: Commissie)

**Grijs fonds, 20% onderdekking, maakt met 1% extra rendement verlies op uitkeringen niet goed**



<sup>13</sup> Met dank aan T. Kocken die de term Ageing Giant introduceerde.

de indexatie voorwaardelijk en afhankelijk van de dekkinggraad van het pensioenfonds of van het rendement. Hoewel de toekenning van de indexatie voor het grootste deel is gekoppeld aan een vooraf bepaalde maatstaf (meestal loonindex of prijsindex), is de toekenning daarvan afhankelijk van een beslissing door het bestuur van het fonds. Deelnemers realiseren zich de betekenis van deze overeenkomst vaak niet volledig en gaan ervan uit dat ze over een waarde- of welvaartsvast pensioen kunnen beschikken.

#### *Heterogeniteit heeft voor- en nadelen*

Pensioenfondsen worden steeds heterogener qua kenmerken en in de wijze waarop ze reageren op de op hen afkomende bedreigingen en uitdagingen. Deels is deze heterogeniteit in beleid positief te duiden omdat pensioenfondsen onderling verschillend zijn, hetgeen ertoe leidt dat de optimale beleidsreactie ook verschillend kan en moet zijn. Heterogeniteit in het pensioenproduct leidt echter ook tot een toename van de gepercipieerde complexiteit van het pensioen als financieel product. Complexiteit gaat ten koste van transparantie en maakt verantwoording moeilijker.

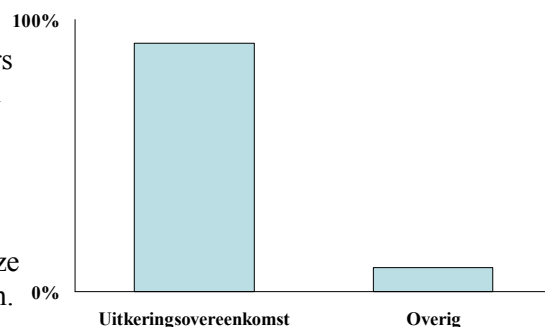
Het pensioenproduct is een essentieel onderdeel van de totale financiële planning door het individu. Naarmate meer risico's zowel vanuit de kant van *human capital* als vanuit *financial capital* bij de deelnemer komen te liggen neemt het belang van inzicht in integrale financiële planning voor de individuele deelnemer toe. Hiervoor is nodig dat de deelnemer een goed overzicht en inzicht heeft in de kenmerken van zijn collectieve pensioenproduct. Dat vereist transparantie en heldere communicatie en – tot op zekere hoogte – standaardisatie.

## **2.4. Voor de ontwikkeling van het pensioenvermogen is 2008 een uitzonderlijk slecht jaar geweest**

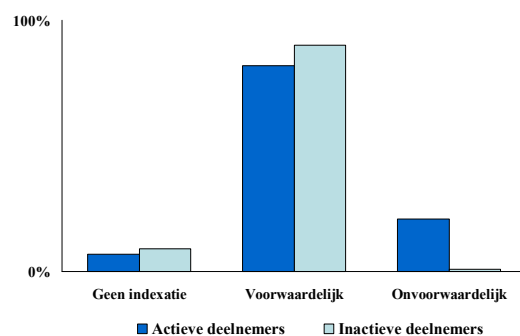
Om financieel niet achteruit te gaan heeft een pensioenfonds een vermogensgroei nodig die de netto toename van de pensioenverplichtingen en de aangroei van de verplichtingen met de actuariële rekenrente bijhoudt. Uit figuur 14 blijkt dat pensioenfondsen sinds 1997 zowel periodes met toereikende vermogensgroei als met ontoereikende vermogensgroei hebben doorlopen en met name door het resultaat over 2008 achterop zijn geraakt. Om de reële doelstelling te realiseren is extra rendement nodig waarmee de voorwaardelijke indexatie kan worden gefinancierd. De vermogensgroei bestaat uit het saldo van premiebijdragen<sup>14</sup> en rendement enerzijds en uitkeringen<sup>15</sup> anderzijds.

In de tienjarige periode 1998 tot en met 2007 hebben pensioenfondsen en werkgevers na de slechte beleggingsresultaten in 2000 en 2001 de premies verhoogd, de pensioenaanspraken ingeperkt en - vanaf 2003 - kunnen profiteren van een krachtig herstel van de aandelenkoersen

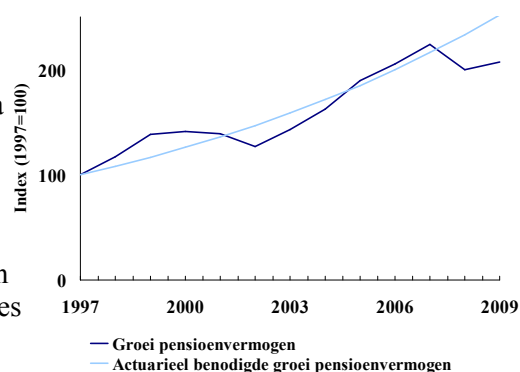
Figuur 12 (bron: DNB)  
**Overgrote deel van de deelnemers valt onder een uitvoeringsovereenkomst**



Figuur 13 (bron: DNB)  
**Voorwaardelijke indexatie op basis van prijs- of loonindex is de norm (2009)**



Figuur 14 (bron: PwC)  
**Groei pensioenvermogen versus benodigde groei**



<sup>14</sup> Inclusief inkomende waardeoverdracht.

<sup>15</sup> Inclusief uitgaande waardeoverdracht, afkoop en kosten.



In 2008 zijn de dekkingsgraden van pensioenfondsen fors gedaald volgens rapportage van DNB: van 144% ultimo 2007 naar 95% ultimo 2008 (zie figuur 15, waarin tevens de situatie na het derde kwartaal van 2009 is weergegeven). De daling van de nominale dekkingsgraad bedroeg in 2008 gemiddeld 49 procentpunt. Er is echter een grote spreiding geweest in de daling per fonds. Zo heeft een groot aantal fondsen meer dan 60 dekkingsgraadpunten verloren en diverse fondsen zelfs meer dan 100 dekkingsgraadpunten. Er zijn echter ook fondsen geweest die ondanks de grote marktturbulentie de verliezen beperkt hebben kunnen houden.

De oorzaak voor deze scherp gedaalde dekkingsgraad is tweeledig. Aan de activazijde van de balans leden de pensioenfondsen in 2008 in totaal een beleggingsverlies van 112 miljard euro. In dezelfde periode stegen de verplichtingen met 108 miljard euro doordat de rente daalde. Het totale verlies van de pensioenfondsen in termen van een daling van het eigen vermogen over 2008 bedroeg 219 miljard euro. In paragraaf 5.1 gaan wij hier nader op in.

#### *De noodzaak tot verandering*

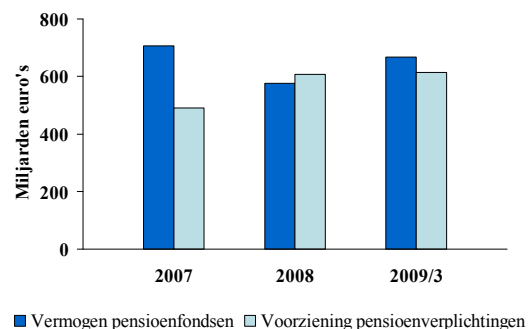
De verliezen in 2008 zijn voor een belangrijk deel toe te schrijven aan de economische en financiële crisis. Daarnaast zijn er echter andere oorzaken aan te wijzen, die, los van de crisis, gezamenlijk hebben geleid tot de ongekende omvang van de verliezen.

Zoals uit de omgevingsanalyse in dit hoofdstuk blijkt, zijn er meerdere ontwikkelingen die aanpassingen noodzakelijk maken. Vooral de financiële markten zijn volatieler geworden; de crisis van 2008/2009 was zwaarder dan waarmee rekening was gehouden. De commissie ziet geen aanleiding om aan te nemen dat deze volatiliteit minder zal worden; economische en financiële crises zullen blijven voorkomen, al moet worden vastgesteld dat de crisis van 2008/2009 ongekend zwaar is geweest.

Pensioenfondsen, die een steeds grotere maatschappelijke invloed en betekenis hebben, zijn kwetsbaarder geworden voor de ontwikkelingen op de financiële markten. Door de toegenomen vergrijzing van hun deelnemersbestanden vermindert bovendien hun herstelcapaciteit. Pensioenfondsen zullen daarom een explicieter strategisch risicobeheer moeten ontwikkelen, dat op deze ontwikkelingen inspeelt. Er is, met andere woorden, een strakker beheersingskader nodig om de risico's te managen.

Dit beheersingskader vertaalt zich in het risicobeleid, het beleggingsbeleid, de uitvoering en organisatie van risicobeheer en beleggingsbeleid en ten slotte de governance. Deze vier onderdelen zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden. Ter bevordering van de inzichtelijkheid in de pensioenproblematiek behandelen we ze echter apart. In de navolgende hoofdstukken worden deze onderdelen nader uitgewerkt en worden aanbevelingen op deze terreinen geformuleerd.

Figuur 15 (bron: DNB)  
Nominale dekkingsgraad fluctueert sterk



### 3. Risicomanagement

Met betrekking tot het risicomanagement van pensioenfondsen heeft de commissie op grond van haar onderzoek de volgende aanbevelingen:

1. Besturen dienen uitsluitend pensioencontracten te accepteren die niet alleen expliciet en evenwichtig zijn met betrekking tot de pensioentoezeggingen en de premieafspraken, maar ook over de toedeling van risico's.
2. Besturen dienen een strategisch risicokader vast te stellen waarin een voor het fonds en de deelnemers geëigende balans wordt vastgelegd tussen rendement en risico. De risicobereidheid en het risicodraagvlak van de deelnemers van het fonds dienen te worden vastgesteld en zijn uitgangspunt voor het na te streven beleggingsbeleid. Voorkomen moet worden dat het beleggingsbeleid vooral rendementsgedreven is.
3. Het bestuur van het fonds dient na te gaan wat de houding van de deelnemers van het fonds en van de bijdragende werkgevers is betreffende duurzaamheid. Dit dient vervolgens het uitgangspunt te vormen voor het risico- en beleggingsbeleid. Het bestuur legt jaarlijks verantwoording af over de duurzaamheidsprestaties van de beleggingen.
4. Een reële doelstelling is leidend. Het pensioenfonds dient een toetsingskader te ontwikkelen waarin zowel korte termijn dekkingsgraadrisico's als lange termijn indexatierisico's worden meegewogen. De concretisering daarvan moet plaatsvinden in een ALM-context, waarbij de verplichtingenstructuur bepalend is.
5. Het bestuur ziet erop toe dat ook in extreme marktomstandigheden het fonds tussentijds niet onder de kritische nominale of reële dekkingsgraad komt. Het bestuur dient de ondergrens voor de nominale en de reële dekkingsgraad vast te stellen op basis van de voor dat fonds geldende kenmerken en het risicodraagvlak en de risicobereidheid van de deelnemers.
6. Het bestuur dient zich tegenover de deelnemers te verantwoorden over het strategisch beleggingskader met de daarin gekozen uitruil van rendement en risico en over de invulling van het bijbehorend risicobeheer. Als verplicht onderdeel van deze verantwoording informeert het fonds via de website en ten minste jaarlijks in het jaarverslag de deelnemers over de veronderstelde risicobereidheid van de deelnemers, het actuele risicoprofiel, de feitelijke nominale en reële dekkingsgraad evenals over de door het bestuur vastgestelde kritische ondergrens van nominale en reële dekkingsgraad.

### 3.1. *Pensioencontracten zijn onvoldoende expliciet*

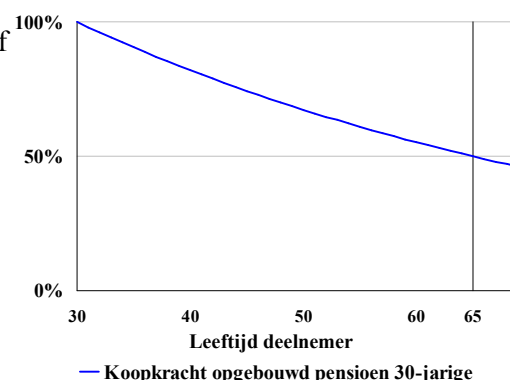
De hardheid en de afdwingbaarheid van de bepalingen in het pensioencontract zijn betrekkelijk door de lange looptijd. Volgens de rechtsgeleerde Langbein geldt dat: “*When the task is complex, when efforts will span a substantial time, ...a detailed contract would be silly*”<sup>16</sup>.

Pensioenfondsen voeren in de meeste gevallen een pensioenregeling uit waarin de opgebouwde nominale pensioenaanspraken onvoorwaardelijk worden toegezegd en de toekomstige indexaties voorwaardelijk.

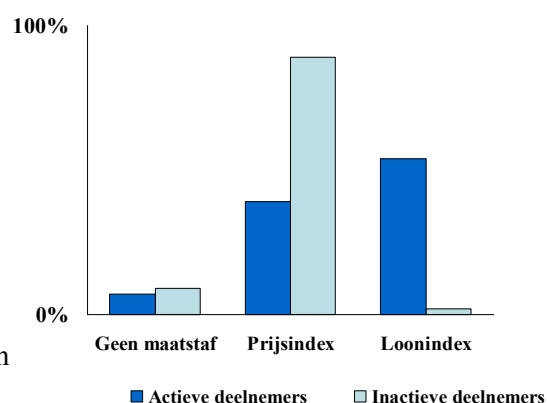
Deelnemers verwachten echter dat hun pensioenaanspraken min of meer gelijke tred zullen houden met de prijsontwikkeling. Vanuit het perspectief van de deelnemer is alleen een geïndexeerd pensioen in economische zin waardevol. Het opgebouwde nominale pensioen van deelnemers tot 40 jaar heeft op de ingangsdatum naar verwachting circa de helft van de koopkracht verloren als er tussentijds niet wordt geïndexeerd. In figuur 16 is de koopkrachtontwikkeling tot pensioenigingang op 65-jarige leeftijd weergegeven van het nominaal pensioen dat een 35-jarige deelnemer heeft opgebouwd, waarbij een inflatie van 2% per jaar is verondersteld. Ook pensioenfondsen vinden dat koopkrachtbehoud de norm is en dat onvolledige indexatie de uitzondering zou moeten zijn. Dat blijkt uit hun communicatie met de deelnemers in jaarverslagen en jaarberichten en uit de gesprekken die de commissie heeft gevoerd met de bestuurders. De pensioenfondsen duiden de doelstelling van een waardevast pensioen veelal aan met de omschrijving ‘reële pensioenambitie’. Voor de deelnemers is uiteindelijk de koopkracht van het pensioen relevant en niet het nominale bedrag in euro’s. Daarom is de commissie de mening toegedaan dat het reële kader het uitgangspunt dient te zijn voor de activiteiten van het pensioenfonds, evenals voor de beoordeling daarvan. Het fonds dient ook volstrekt helder te zijn over de mate waarin het waardevast pensioen gerealiseerd kan worden.<sup>17</sup>

De pensioenfondsen verschillen, ondanks de min of meer algemene doelstelling van een waardevast pensioen, in de aard en hardheid van de indexatietoezeggingen. Nog meer verschillen zij in de uitvoering van het indexatiebeleid en de mate waarin zij de indexatieambitie weten te realiseren. De commissie realiseert zich dat dit bijdraagt aan de gepercipieerde complexiteit van het pensioenproduct en dat dit transparantie en verantwoording in de weg staat. Figuur 17 geeft een indruk van de keuzes die pensioenfondsen in 2009 maken ten aanzien van de indexatiemaatstaf.

Figuur 16 (bron: PwC)  
**Nominaal pensioen verliest bij 2% inflatie in 35 jaar de helft van de koopkracht**



Figuur 17 (bron: DNB)  
**Loonindex voor actieven en prijsindex voor inactieven komen als maatstaf het meest voor**



<sup>16</sup> Zie ook het proefschrift van R. Maatman, Het pensioenfonds als vermogensbeheerder, Kluwer, 2004, in het bijzonder paragraaf 3.11. Ook in het Nederlands recht kan de rechter een contract wijzigen op grond van onvoorziene omstandigheden ten tijde van de opstelling van het contract.

<sup>17</sup> In meer technische termen: het fonds dient niet enkele het verwachte pensioenresultaat maar ook de risico's erom heen te communiceren.



### *Pensioentoezeggingen*

Het doel van pensioenfondsen is de indexatietoelagen' daadwerkelijk te verlenen, ongeacht de voorwaardelijkheid ervan. Toch handelen de pensioenfondsen niet altijd naar deze doelstelling. In de eerste plaats vanwege het kostenaspect: het kost natuurlijk meer geld en moeite om reële zekerheid te bewerkstellingen dan nominale zekerheid. In de tweede plaats wordt dit veroorzaakt door het risicomanagement op grond van het FTK, dat op nominale termen stuurt. Bij een reële doelstelling hoort een ander risicoprofiel dan waar veel pensioenfondsen als gevolg van het nominale toetsingskader van uitgaan.

De hiervoor omschreven tegenstelling tussen reële doelstelling en nominale toetsing hoeft op zichzelf nog niet tot onduidelijke pensioencontracten te leiden. Een andere belangrijke oorzaak die daaraan ten grondslag ligt is de huidige regelgeving met betrekking tot de financiële opzet van pensioenfondsen.

### *Voorwaardelijk indexatie wordt angstvallig buiten de dekkingsgraad vereisten gehouden*

De wettelijke dekkings- en financieringseisen voor pensioenfondsen hebben alleen betrekking op onvoorwaardelijke verplichtingen. Pensioenfondsen kunnen de indexaties dus buiten de dekkings- en financieringseisen houden door ze voorwaardelijk te maken en dat is dan ook bij vrijwel alle pensioenfondsen het geval. In de Pensioenwet<sup>18</sup> is de zogenaamde indexatiematrix opgenomen die besturen voorschrijft hoe te communiceren over de hardheid van de indexatiedoelstelling.

### *Premieafspraken en financiële risicotoedeling*

De helderheid van het pensioencontract is niet gediend met ingewikkelde onderliggende financieringsverhoudingen. De premiestellingen die werkgevers en pensioenfondsen overeenkomen zijn in de praktijk zeer divers. Aan de ene kant van het spectrum zijn er sponsors die van jaar tot jaar de volledige bijdrage toezeggen die nodig is voor inkoop, indexatie, kosten, solvabiliteit en eventueel herstel van de financiële positie van het fonds en aan de andere kant zijn er sponsors die voor vijf jaar of langer een vaste premie met het pensioenfonds afspreken<sup>19</sup>. Het spectrum loopt dus van een ongedempte volatiliteit van de werkgeversbijdrage naar een vaste premie. Naast deze diversiteit zijn er ook overeenkomsten. De pensioencontracten zijn veelal niet expliciet over wat er met de premie gebeurt als zich uitzonderlijke ontwikkelingen voordoen, waarbij vooral slechte omstandigheden van belang zijn. Vooral ontbreekt in de pensioencontracten veelal een vooraf geformuleerd plan waarin de gevolgen - van ontstane tekorten - voor de pensioenen, de premies en de risico's voor de verschillende partijen zijn vastgelegd. Het gaat bij het vooraf omschrijven van een eventuele toedeling uiteraard ook om de financiële meevallers: leiden meevallers tot premievrijstellingen, terugstortingen of tot verbetering van de pensioenvoorwaarden?

De afgelopen jaren is een trend waarneembaar van volledige risico-overdracht van de sponsor naar de deelnemers in de pensioenregeling.

### **Indexatiematrix**

Het indexatiebeleid van pensioenfondsen dient aan allerlei eisen te voldoen op het gebied van financiering en informatieverstrekking (formeel een taak van de werkgever, maar in de praktijk wordt vaak een beroep gedaan op de deskundigheid van het pensioenfonds). De Pensioenwet bevat een overzicht met een uitgebreide omschrijving van een groot aantal varianten in toeslagbeleid van pensioenfondsen. De omschrijving van de varianten heeft betrekking op de volgende kenmerken:

- Indexatieambitie;
- Toekenningmethodiek;
- Verwachte realisatie;
- Financiering;
- Premiekortingsgrens.

Een pensioenfonds kan aan de hand van de omschrijvingen vaststellen welke varianten op zijn indexatiebeleid van toepassing zijn.

Bij elke variant schrijft de Pensioenwet standaardteksten voor die opgenomen dienen te worden in het reglement respectievelijk in de informatie aan de deelnemers bij het verhogen van de aanspraken. De bedoeling van al deze regelgeving is dat er consistentie wordt bereikt tussen gewekte verwachtingen, financiering en feitelijke toekenning van indexaties. De AFM houdt toezicht op de naleving van deze gedragsregels. Over het algemeen acht de toezichthouder het pensioenfonds bij inconsistentie tussen financiering, informatieverstrekking en toekenning gehouden aan het element waar de voorwaardelijkheid het minst uit blijkt. Wanneer bijvoorbeeld niet elke keer in de communicatie duidelijk op de voorwaardelijkheid van de indexatie wordt gewezen, kan er in de ogen van de toezichthouders een mate van onvoorwaardelijkheid ontstaan waar de werkgever en het pensioenfonds niet voor hebben gekozen, maar waar dan wel eisen uit voortkomen ten aanzien van dekking, financiering en toekenning. Het gevolg is dat sommige pensioenfondsen heel voorzichtig zijn geworden en uiterst terughoudend communiceren over het indexatiebeleid. In een aantal gevallen kan zelfs gesproken worden over citroenen voor knollen verkopen.

<sup>18</sup> Beleidsregel van 26 februari 2007, Stcrt.42, houdende regels omtrent art. 95, 1<sup>e</sup> lid PW en art. 103 Wet Verpl.Ber.pens reg.

<sup>19</sup> Of en hoe de werkgevers een deel van de premie verhalen op de werknemers blijft hier buiten beschouwing.

Voor deze risico-overdracht kunnen ten minste twee redenen worden genoemd:

- De internationale verslagleggingregels (IFRS) die ondernemingen verplichten de gedane pensioentoezeggingen te waarderen op de balans van de onderneming, wat van jaar tot jaar grote en wisselende invloed kan hebben op het resultaat van de onderneming. Ondernemingen die de financiële risico's van de pensioenregeling volledig overdragen hoeven alleen de vaste jaarlijkse pensioenlast in de jaarrekening op te nemen. Het kader hiernaast laat zien dat dit tot problematisch gedrag bij de onderneming kan leiden.
- In 2000 en 2001 en opnieuw in 2008 bleken de risico's van een pensioenregeling voor de bijdragende onderneming zeer grote financiële gevolgen te kunnen hebben. Een toenemend aantal werkgevers is niet in staat gebleken dergelijke grote extra pensioenlasten op te brengen zonder nadelige gevolgen voor de eigen bedrijfsvoering<sup>20</sup>.

Werkgevers zoeken dus naar een beter voorspelbare pensioenlast, zonder het risico van extra dotaties te lopen. In de praktijk gebeurt dat door middel van een voorwaardelijke uitkeringenregeling waarvoor gedurende een meerjarige periode een vaste premie wordt bijgedragen. Men spreekt wel over een collectieve beschikbare-premieregeling of CDC-regeling<sup>21</sup>. Tegenvallers zijn voor risico van de collectiviteit van deelnemers, slapers en gepensioneerden. In ruil voor de zekerheid over de pensioenlast betalen de werkgevers soms een vaste premie waarin een marge is opgenomen om de actieve deelnemers, slapers en gepensioneerden te compenseren voor de overdracht van de risico's. Op dit moment hebben enkele tientallen pensioenfondsen een CDC-regeling of zijn bezig een dergelijke regeling in te voeren. Uit figuur 18 blijkt dat CDC-regelingen een recent ontstaan fenomeen zijn. Experts wijzen er op dat lang niet altijd tevoren precieze afspraken worden gemaakt over de maatregelen die in een bepaalde situatie zullen worden genomen. Wel wordt meer dan voorheen in de communicatie met de deelnemers benadrukt dat de sponsor niet zal bijspringen en dat de opgebouwde pensioenrechten in het uiterste geval kunnen worden afgestempeld.

### Beroepspensioenfondsen

Het is de commissie opgevallen dat de pensioencontracten van beroepspensioenfondsen vollediger en duidelijker zijn dan de pensioencontracten van ondernemingspensioenfondsen en bedrijfstakpensioenfondsen. De commissie is van mening dat dit verschil mede wordt veroorzaakt doordat op voorhand duidelijk is dat de deelnemers de enige risicodragers zijn. Bovendien is het in het geval van beroepspensioenfondsen zonder discussie duidelijk van wie een surplus is: van de deelnemers. Beroepspensioenfondsen blijken relatief lage

<sup>20</sup> De commissie vindt dit niet verrassend; wat de commissie wel verrast heeft is dat dit majeure risico vooraf niet goed gecommuniceerd is.

<sup>21</sup> CDC staat voor Collectieve Defined Contribution; voor de werkgevers werkt dit als een toegezegde premie regeling: de risico's liggen bij de deelnemers. De risico's van het fonds worden toegekend aan het collectief van de deelnemers. De deelnemers dragen dus in beginsel de lasten, geen indexatie, afstempelen, bij lage dekkingsgraad en de lusten, volledige indexatie, verbetering regeling, bij hoge dekkingsgraad.

## IFRS

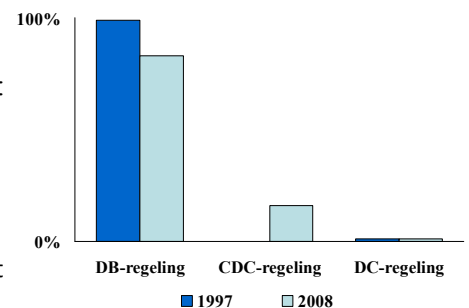
Beursgenoteerde ondernemingen zijn verplicht te rapporteren op basis van de International Financial Reporting Standards (IFRS). De regels voor personeelsbeloningen, waaronder pensioen, zijn vastgelegd in International Accounting Standard No. 19 (IAS 19).

Bij de omschrijving van de waardering van pensioenregelingen maakt IAS 19 onderscheid tussen beschikbare premie regelingen en pensioenregelingen op basis van een uitkeringsovereenkomst. Bij een beschikbare premie regeling hoeft de onderneming geen verplichting tot het betalen van aanvullende bijdragen in de jaarrekening op te nemen. De beleggingsrisico's en actuariële risico's komen niet voor rekening van de onderneming.

Voor een pensioenregeling op basis van een uitkeringsovereenkomst dient de onderneming een voorziening op te nemen gelijk aan het verschil tussen de contante waarde van de pensioenverplichtingen en de marktwaarde van de beleggingen. Bij de bepaling van de contante waarde van de pensioenverplichtingen wordt (in afwijking van het FTK) rekening gehouden met toekomstige salarisstijgingen en met een rekenrente die is afgeleid van het rendement op hoogwaardige bedrijfsobligaties.

Een onderneming die een lage voorziening op de balans wil heeft belang bij een hoog rendement van het pensioenfonds en de daaruit voortkomende hogere marktwaarde van de beleggingen. Bovendien wordt de jaarlijkse pensioenlast voor de onderneming vastgesteld op basis van de verwachte toekomstige ontwikkeling van de pensioenaanspraken en de verwachte beleggingsopbrengsten. Dit heeft tot overigens gevolg dat de IAS 19-pensioenlast en de aan de pensioenuitvoerder verschuldigde bijdrage niet aan elkaar gelijk zijn.

Figuur 18 (bron: PwC)  
Karakter pensioenregeling uitgedrukt in een percentage van de deelnemers van pensioenfondsen



verplichtingen en hoge buffers te hebben. Dat kan omdat de buffers ‘veilig’ zijn. Er is geen andere partij die ermee aan de haal kan gaan, hetzij door verhoging van de rechten, hetzij door verlaging van de premie.

#### *Alternatief is mogelijk*

Het alternatief voor de bestaande tamelijk diffuse contracten is het creëren van duidelijker contracten. Daarin staat de toezegging van een geïndexeerd pensioen voorop, met duidelijkheid over alle afhankelijkheden. Daarbij kan gedacht worden aan een omschrijving van de omstandigheden - inclusief relevante indicatoren - waarin maatregelen worden geëffectueerd, de wijze waarop de risico's verdeeld worden, welke rechten worden afgestempeld en hoe er precies bij welke generatie wordt afgestempeld. Daaraan zou moeten worden toegevoegd hoe verschillen in gelopen risico's worden vertaald in verdeling van positieve opbrengsten in betere tijden. De commissie is zich er terdege van bewust dat volledig expliciete contracten een utopie zijn: niet alle eventualiteiten kunnen in een contract opgenomen worden.

### **3.2. *Strategisch risicomanagement is nog in ontwikkeling***

De commissie benadrukt dat aan de bepaling van het beleggingsbeleid een analyse van de risicobereidheid en het risicodraagvlak van de deelnemers en premiebetalers vooraf dient te gaan. Het op grond van die analyse geformuleerde strategische risicokader dient het uitgangspunt te zijn voor het beleggingsbeleid en niet de impliciete rendementseis die volgt uit de eis dat het pensioen betaalbaar moet zijn.

#### *Beleggingsbeleid vaak rendementsgedreven*

Op basis van de gesprekken met de pensioenfondsbestuurders en de experts heeft de commissie geconcludeerd dat het beleggingsbeleid van pensioenfondsen vaak gedreven is door de noodzaak een minimaal rendement te behalen teneinde “het pensioen betaalbaar te houden”. Gebleken is dat de pensioenfondsbesturen bij de vaststelling van het beleggingsbeleid geneigd zijn aan te sturen op een rendement dat volgens de prognoseberekeringen nodig is om in redelijke mate de indexatiedoelstelling te realiseren. In veel gevallen wordt ervan uitgegaan dat meer dan 70% van de indexatiemaatstaf gerealiseerd dient te worden. Door de verslechtering van de dekkingsgraad in 2008 zijn de indexatieverwachtingen uiteraard verminderd<sup>22</sup>.

Het beleggingsbeleid is in die gevallen op de eerste plaats rendementsgedreven. De commissie heeft de indruk gekregen dat veel pensioenfondsbestuurders zich onvoldoende realiseren dat risico nemen niet alleen een hoger verwacht rendement betekent, maar dat het ook een prijs heeft, namelijk een soms aanzienlijk hoger risicoprofiel<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> De prognose van de realisatie van de indexatie wordt nu echter op basis van uitingen van de toezichthouder uitgevoerd alsof de dekkingsgraad op het vereiste peil is.

<sup>23</sup> In de discussie over de waarde van het toegezegde pensioen zijn twee tegenovergestelde posities te onderkennen, afhankelijk van de waardering voor risico. In de eerste risicomijdende benadering wordt gesteld dat de waarde van

### *Setting pensioenfondsbesturen*

De setting waarin pensioenfondsbesturen functioneren speelt een rol bij de wijze waarop het risicomanagement wordt ingevuld. De rol van besturen wordt aanzienlijk zwaarder doordat pensioenfondsen meer aan zichzelf zijn overgeleverd, de bijsturingsmogelijkheden kleiner zijn en risicoloze oplossingen niet acceptabel zijn voor de sociale partners en de (actieve) deelnemers. De betaalbaarheidseis heeft ertoe geleid dat besturen geleidelijk aan meer risico's zijn gaan nemen. Ten aanzien van de indexering is een verschuiving te zien van een toekenning voor zover de middelen dat toelaten naar een duidelijker gedefinieerd toeslagenbeleid waarin in veel gevallen een leidraad is opgenomen in de vorm van een indexatiestafel<sup>24</sup>. Naarmate er meer duidelijkheid moet worden gegeven is de 'hardheid' echter verminderd, om zo te voorkomen dat zwaardere financieringseisen van toepassing zijn.

Besturen staan voortdurend onder druk om gewekte verwachtingen zoveel mogelijk waar te maken waarbij de financiële belangen die op het spel staan steeds groter worden. Besturen kunnen zich maar moeilijk uit deze beknelling losmaken. Om die reden is druk van buitenaf noodzakelijk, in de zin van 'vreemde ogen dwingen', waardoor besturen worden gedwongen transparant te zijn over hun risico- en beleggingsbeleid en het 'waarom' van hun beleid.

### *Strategische risicokaders*

De bepaling van het beleggingsbeleid dient te worden voorafgegaan door het vaststellen van een strategisch risicokader dat wordt bepaald door de resultaten van de eerste drie van de zes stappen van het risicomanagement traject zoals het hieronder is samengevat.

- Risico meten;
- Risicodraagvlak en risicobereidheid bepalen;
- Risico budgetteren en alloceren;
- Implementeren risicobeleid;
- Interne controle, rapportagekader, meten en monitoren;
- Verantwoording afleggen.

Het strategisch risicokader dient toegespitst te zijn op de kenmerken van de pensioenregeling en de preferenties van de belanghebbenden.

De pensioenfondsbestuurders zeggen overigens vrijwel allemaal deze stappen te doorlopen, maar die uitspraken moeten op grond van het onderzoek van de commissie worden genuanceerd. Daaruit blijkt dat veel pensioenfondsen de premies en de gerealiseerde - soms zelfs de verwachte - beleggingsopbrengsten als uitgangspunt hanteren voor het beleggingsbeleid. Op grond hiervan worden beleggingsbeslissingen genomen, waarbij veelal het risicoaspect als sluitpost wordt gezien. In diverse gevallen bleken risico's zelfs ongeprijsd te zijn meegenomen in de

---

het product steeds gelijk is aan de marktwaarde en dat het nemen van meer risico dus geen waarde toevoegt. In de tweede visie leidt meer risico tot een hogere verwachte pensioenuitkomst en daarom de voorkeur verdient. De tweede benadering zou juist zijn als de deelnemers risiconutraal zouden zijn.

<sup>24</sup> Indexatiestaffels zijn over het algemeen gekoppeld aan de dekkingsgraadpositie van het pensioenfonds..

analyse, wat tot de misvatting kan leiden dat meer risico alleen maar betekent dat er een hoger verwacht rendement is.

#### *Toegenomen aandacht voor risicomanagement*

Na de onrust op de financiële markten in de jaren 2000 en 2001 heeft risicomanagement meer aandacht gekregen, maar door de gesprekken met de bestuurders en experts is de indruk van de commissie bevestigd dat veel pensioenfondsen nog niet duidelijk hebben geformuleerd wat zij onder risicomanagement verstaan en hoe zij er zelfstandig invulling aan geven. Expliciet risicomanagement maakt dus nog maar zeer beperkt deel uit van het bestuurlijke proces van pensioenfondsen. DNB heeft in 2005 voor financiële instellingen een handboek over de methodiek van risicoanalyse samengesteld en gepubliceerd: FIRM<sup>25</sup>. FIRM is ontwikkeld als interne risicoanalysesystematiek voor het toezicht op financiële instellingen en niet met het oog op toepassing door pensioenfondsen. Toch hanteren verschillende pensioenfondsen FIRM als uitgangspunt voor hun eigen risicobeheer. Maar hoewel FIRM wellicht een bruikbare referentiegrootte zou kunnen zijn, geeft het door de opzet en reikwijdte van de systematiek niet afdoende ondersteuning voor het risicobeleid dat het bestuur van het pensioenfonds zou moeten ontwikkelen. De commissie acht het daarom zeer gewenst dat de pensioenfondsen zelf stappen zetten in de ontwikkeling van een voor hen passende risicoanalysesystematiek die gericht is op integraal balansmanagement.

#### *Structuur van de verplichtingen dient risicoverdeling te reflecteren*

De structuur van de verplichtingen is veelal geen goede afspiegeling van de gemaakte afspraken over risicoverdeling. Het gevolg is dat ALM-studies geen goed inzicht geven in de relevante risico's en blijven steken op een hoog abstractieniveau. De commissie constateert dat door experts binnen en buiten pensioenfondsen interessante alternatieven zijn ontwikkeld waarbij de verplichtingen worden gesplitst in een hard deel waarover geen risico's mogen worden gelopen en een zacht deel dat tezamen met de aanwezige buffer beleggingsrisico's kan absorberen. Dit indiceert een beleggingsstrategie waarbij de beleggingsportefeuille wordt opgedeeld in een deelportefeuille die het harde deel van de verplichtingen zo goed mogelijk 'matcht' en een portefeuille waarin risico's kunnen worden genomen. Het behoeft geen betoog dat het risicoprofiel van die laatste portefeuille in overeenstemming dient te zijn met vooraf vastgestelde risicoparameters als gemiddelde afwijking en maximaal toelaatbaar verlies. De commissie acht dit een belangrijke ontwikkeling die nadere uitwerking verdient.

### **3.3. Duurzaamheid verankeren**

Steeds meer pensioenfondsen houden op enigerlei wijze rekening met niet-financiële of maatschappelijke verantwoordelijkheid bij hun beleggingen. Wat niet altijd duidelijk is, is hoe ze daar rekening mee houden en in welke mate. Pensioenbezittingen zijn uiteindelijk van de deelnemers, waarbij uiteraard de premiebetalende deelnemers en werkgevers ook een groot belang hebben bij de vaststelling van de hoogte van de premie. Bij het beleggen dient daarom uitdrukkelijk rekening gehouden te worden met

---

<sup>25</sup> FIRM, Financiële Instellingen Risicoanalyse Methode, 2005.

risicodraagvlak en risico-attitude van de deelnemers en de werkgevers. In samenhang daarmee dient ook rekening gehouden te worden met andere aspecten van de ‘nutsfunctie’ van de deelnemers. In het bijzonder geldt dat hun opvattingen over maatschappelijk verantwoord gedrag. De commissie is van mening dat het belang van de deelnemers en de premiebetalers maatgevend is voor het pensioenfonds. Wij constateren dat herhaaldelijk van diverse zijden druk op de fondsen uitgeoefend wordt om maatschappelijk verantwoord gedrag te vertonen. Dat is volstrekt legitiem. Maar cruciaal voor het fonds om al dan niet gehoor aan die druk te geven is de positie en de belangen van de deelnemers en de premiebetalers. In analogie met het financiële risicoperspectief dient het pensioenfonds dan ook bij de deelnemers en de premiebetalers te inventariseren in welke bedrijven of typen activiteiten zij niet wensen te participeren (negatieve selectie) en welke typen activiteiten zij juist bij uitstek wensen te stimuleren (positieve selectie). Het niet financieren van bedrijven die betrokken zijn bij de productie en distributie van clusterbommen is een voorbeeld van het eerste. Het financieren van projecten gericht op het ontwikkelen van hernieuwbare energiebronnen is een voorbeeld van het tweede. Het fonds kan op basis van bijvoorbeeld indicatoren als vermeld in de voorstellen van de Global Reporting Initiative (GRI) eens in de vijf tot zeven jaar inventariseren of de deelnemers al dan niet bepaalde activiteiten wensen te vermijden of te stimuleren.

Het spreekt voor de commissie vanzelf dat het pensioenfonds verantwoording aflegt aan de deelnemers en premiebetalers over de wijze waarop de duurzaamheidsattitude bepaald wordt en over de wijze waarop dit vertaald wordt in concreet beleggingsgedrag. Ook over de feitelijke duurzaamheidsprestaties legt het fonds jaarlijks verantwoording af.

Door het inventariseren van de risico-attitude en de duurzaamheidsattitude, het verankeren hiervan in het beleggingsbeleid en risicomangement en het terugkoppelen daarvan naar de deelnemers wordt het fonds zich bewust van de vrijheidsgraden voor zijn beleggingen. Tegelijkertijd worden de deelnemers zich bewuster van de zekerheden en onzekerheden met betrekking tot hun pensioenvoorziening. Ook krijgt het begrip communicatie tussen fonds en deelnemer op deze wijze concrete inhoud. De commissie heeft namelijk gemerkt dat de informatiestroom tot nu toe voornamelijk één kant opgaat, namelijk van fonds naar deelnemer. Naar de wensen en mogelijkheden van de deelnemers wordt door de meeste fondsen niet gekeken.

## **Het belang van de dekkingsgraad binnen de continuïteitsanalyse**

In de praktijk wordt vaak een tegenstelling gesuggereerd tussen het belang dat aan de dekkingsgraad moet worden gehecht en het belang dat aan een continuïteitsanalyse wordt gehecht. De dekkingsgraad zou dan vooral op de korte termijn gericht zijn terwijl de continuïteitsanalyse met name gericht is op het te verwachten pensioenresultaat en een meer lange termijn karakter heeft. Deze tegenstelling is grotendeels schijn, zeker in een situatie van een expliciet pensioencontract.

In dit rapport wordt het belang benadrukt van een pensioencontract dat in hoge mate volledig is en een expliciete risicotoedeling naar groepen belanghebbenden kent. Deze toedeling is *for better and for worse* en houdt dus in dat de lasten van onderdekking maar ook de lusten van overdekking expliciet worden toegedeeld (bijvoorbeeld door middel van beleidsstafels). Het idee van een surplus zonder eigenaar is dus strijdig met het idee van een volledig contract.

Op basis van dit volledige contract kan de kansverdeling van mogelijke pensioenuitkomsten per deelnemer worden berekend (en gecommuniceerd). Deze kansverdeling is afhankelijk van het genoemde contract, de actuele dekkingsgraad en het door het bestuur vastgestelde strategische risicokader en bijbehorend beleggingsbeleid. Met behulp van ALM modellen kan deze kansverdeling vrij eenvoudig worden gesimuleerd.

De dekkingsgraad heeft binnen deze continuïteitsanalyse een belangrijke signaalfunctie. De kansverdeling van het pensioenresultaat verschuift in lijn met mutaties in de dekkingsgraad. Een lage dekkingsgraad leidt c.p. tot een lager pensioenresultaat. Dat kan reden zijn, op het niveau van het individu of op collectief niveau, te beslissen tot hogere besparingen, langer werken of beide.

De dekkingsgraad is gevoelig voor mutaties in de (reële) rente. De volatiliteit van de dekkingsgraad die toe te schrijven is aan veranderingen in de rente en/of de verwachte inflatie is een goede maatstaf voor het herbeleggingsrisico. Voor een lange termijn belegger zijn meten en managen van deze herbeleggingsrisico's van groot belang.

Lage dekkingsgraden kunnen ook aanleiding zijn het risicoprofiel van de beleggingen in neerwaartse richting bij te stellen. Zie hiervoor de paragraaf over dynamisch beleggingsbeleid in Hoofdstuk 4.

Ten slotte geeft de in het rapport voorgestelde kritische dekkingsgraad de waarde van de dekkingsgraad aan waarbij de gesimuleerde kansverdelingen van het pensioenresultaat ongeacht de te nemen beleidsinspanningen niet meer in overeenstemming zijn met de op basis van het pensioencontract gewekte verwachtingen, voor alle of juist voor groepen deelnemers. In zo'n situatie is, juist met het oog op de toekomst, een herstructurering van rechten en dus een aanpassing van het pensioencontract noodzakelijk.

### 3.4. *Ontwikkeling kader voor het reële dekkingsgraadrisico urgent*

DNB toetst, op grond van de Pensioenwet, de financiële situatie van pensioenfondsen vanuit een nominale invalshoek<sup>26</sup>. Voor de actuele financiële positie kijkt DNB vooral naar de dekkingsgraad, terwijl voor de verwachte toekomstige financiële ontwikkeling een continuïteitsanalyse wordt gevraagd met een horizon van vijftien jaar.

#### *Dekkingsgraad*

In de wet zijn twee niveaus voor de nominale dekkingsgraad omschreven waaronder sprake is van onderdekking respectievelijk reservetekort.

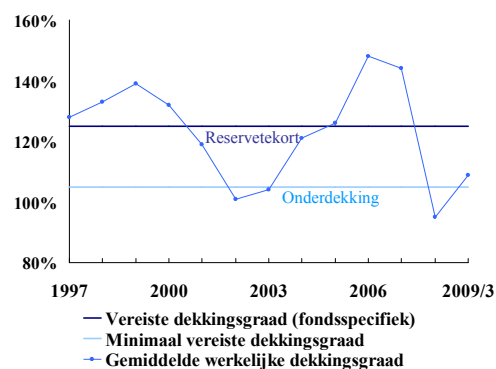
De lage wettelijke grens – gedefinieerd als het minimaal vereist vermogen – ligt rond 105% van de nominale dekkingsgraad. Dat wil zeggen dat het pensioenfonds volledige dekking heeft voor de voorziening voor de opgebouwde onvoorwaardelijke pensioenverplichtingen en daarboven een eigen vermogen van circa 5% van de genoemde voorziening.

Voorwaardelijke pensioenaanspraken, zoals toekomstige indexaties, blijven dus buiten beeld. Het eigen vermogen van 5% van de voorziening pensioenverplichtingen wordt minimaal vereist eigen vermogen genoemd<sup>27</sup> (artikel 131, PW). Een pensioenfonds met een lager eigen vermogen verkeert in staat van onderdekking en moet een herstelplan uitvoeren waarmee binnen drie jaar de staat van onderdekking wordt opgeheven.

De andere grens voor de nominale dekkingsgraad is af te leiden uit het wettelijk vereist eigen vermogen van pensioenfondsen (artikel 132, PW). De berekeningsvoorschriften voor het vereist eigen vermogen hebben betrekking op zes risicocategorieën. Elk van deze risico's dient te worden gekwantificeerd op basis van standaardrekenregels of op basis van eigen berekening van het pensioenfonds, mits goed onderbouwd. Voor een standaard pensioenfonds dat geen beleggingsrisico's afdekt bedraagt het vereist eigen vermogen circa 25% van de voorziening pensioenverplichtingen. Een pensioenfonds met een lager eigen vermogen verkeert in staat van reservetekort en dient een herstelplan uit te voeren waarmee binnen 15 jaar de staat van reservetekort wordt opgeheven. Figuur 19 laat de hiervoor omschreven grenzen zien alsmede de ontwikkeling van de gemiddelde dekkingsgraad sinds 1997.

Een gevolg van dit nominale toetsingskader is dat pensioenfondsen relatief eenzijdig zijn gericht op het nominale risico en zullen trachten het nominale dekkingsgraadrisico te beheersen. Hierdoor kunnen de ontwikkeling van de reële dekkingsgraad en van het reële dekkingsgraadrisico negatief beïnvloed worden. De commissie is van mening dat, gezien het grote belang van indexatie, het reële kader leidend moet zijn bij het risicomanagement en het beleggingsbeleid van het pensioenfonds. Met andere woorden het fonds heeft een reële doelstelling

Figuur 19 (bron: PwC)  
Vereiste nominale dekkingsgraden



<sup>26</sup> Eigenlijk toetst DNB op basis van onvoorwaardelijke pensioenverplichtingen, maar in de praktijk zijn dat vrijwel uitsluitend de nominale pensioenaanspraken.

<sup>27</sup> Pensioenfondsen maken een eigen berekening van het minimaal vereist eigen vermogen. Het resultaat ligt meestal tussen 4,5% en 5,0%.

en de nominale dekkingsgraad is slechts een randvoorwaarde waaraan op basis van externe regelgeving moet worden voldaan<sup>28</sup>.

De commissie beveelt daarbij aan de reële disconteringsvoet te baseren op realistische inschattingen voor de nabije toekomst<sup>29</sup> waarbij de marktrente uitgangspunt is maar niet in al zijn erratische bewegingen, vooral in tijden van extreme marktstress<sup>30</sup>, hoeft te worden gevolgd. Overigens is voor de vaststelling van een reële dekkingsgraad en een reëel dekkingsgraadriscico geen aanvulling van het toetsingskader nodig. Dat kunnen pensioenfondsen nu ook al doen.

### 3.5. *Normering reële dekkingsgraadpositie*

De commissie acht het van belang dat besturen een duidelijke normering voor hun minimaal noodzakelijke dekkingsgraad ontwikkelen. Bij reële ambities gaat het dan om de reële dekkingsgraad. In hoofdstuk 2 hebben we gezien dat een vergrijzend pensioenfonds bij lage dekkingsgraden in een situatie van ‘sinking giant’ kan geraken. Dit betreft een niveau van de dekkingsgraad van waaruit geen herstel meer mogelijk is.

Pensioenfondsen die onder deze dekkingsgraad terecht komen verliezen dus in zekere zin hun bestaansrecht omdat de kans op voldoende herstel te klein is. In zulke situaties is een herstructurering van de rechten en dus een aanpassing van het pensioencontract noodzakelijk. Dat is vergelijkbaar met een financiële herstructurering van een in surseance verkerende onderneming en zou ook uitgevoerd moeten worden door een door de rechter aan te wijzen curator. De taak van deze curator zou dan gericht moeten zijn op een zodanige herstructurering van de rechten en navenante aanpassing van het strategisch risicokader dat de continuïteit geborgd is.

De commissie kan zich voorstellen dat de wetgever in het geval van pensioenfondsen een normering oplegt voor een ondergrens van de (reële) dekkingsgraad. Om ongewijzigd door te mogen dient een pensioenfonds een reële dekkingsgraad van een nader te bepalen percentage te hebben. De ondergrens voor de reële dekkingsgraad dient afgestemd te zijn op de mogelijkheid dat een pensioenfonds uit de situatie van onderdekking kan geraken conform het bestaande kader waarbinnen het pensioenfonds opereert. Een ondergrens van 50 % reële dekkingsgraad lijkt – afhankelijk van specifieke fondskenmerken – in veel gevallen daarvoor een realistische norm<sup>31</sup>. De commissie gaat er daarbij vanuit dat de actuele dekkingsgraad bepaald wordt onder de aanname van normaal

### **Vergelijking nominaal en reëel kader**

Als voorbeeld gaan we uit van een fonds met een duration van de nominale verplichtingen van 15 en een nominale dekkingsgraad van 105. De nominale rente is 4% en de reële rente 2%. De reële dekkingsgraad bedraagt dan 78. Het nominale renterisico van de verplichtingen bedraagt, uitgaande van een standaardafwijking van de nominale rente van 1% op jaarbasis 15%. Daar de standaardafwijking van de reële rente lager is, ongeveer 0.5%, komt het renterisico van de reële verplichtingen uit op 9.5%.

Indien de verwachte inflatie en de rente in een klap zouden toenemen met 2 %-punt (de reële rente blijft dan ongewijzigd) neemt de nominale dekkingsgraad toe tot 140% terwijl de reële dekkingsgraad ongewijzigd blijft. De scherpe verbetering van de nominale dekkingsgraad geeft in dat geval dus een misleidend beeld. Het omgekeerde is ook mogelijk. Stel dat de inflatie en de rente plotsklaps zouden dalen met 1 %-punt dan blijft de reële dekkingsgraad onveranderd terwijl de nominale dekkingsgraad daalt van 105 tot 91 zonder dat de koopkracht van het pensioenvermogen is aangetast.

Deze uitkomsten zijn berekend onder de aanname dat het verplichtingenrisico niet gehedged wordt. Zouden we het nominale renterisico van de verplichtingen hebben afgedekt (bijvoorbeeld door tegenover de verplichtingen langlopende obligaties met dezelfde duration aan te houden) dan zou de nominale dekkingsgraad in het geval van de positieve inflatieschok vrijwel ongewijzigd zijn gebleven terwijl de reële dekkingsgraad gedaald zou zijn tot onder de 60. In het geval van de negatieve inflatieschok zou de nominale dekkingsgraad eveneens ongewijzigd zijn gebleven maar zou de reële dekkingsgraad toenemen tot 90.

Volledig afdekken van het nominale renterisico vergroot dus de gevoeligheid voor inflatieschokken. Anderzijds geldt dat afdekken van het nominale renterisico de reële dekkingsgraad wel beschermt tegen een daling van de reële rente. Per saldo blijkt een nominale afdekking van 50% te leiden tot een halvering van het nominaal dekkingsgraadrisico terwijl het reëel dekkingsgraadriscico ongeveer een derde lager uitkomt.

<sup>28</sup> De nominale dekkingsgraad is overigens geen harde randvoorwaarde maar een voorwaarde waaraan met een bepaalde kans moet worden voldaan.

<sup>29</sup> Zie bijvoorbeeld de inschatting van de commissie Don voor de reële rente: deze bedraagt 1,5% respectievelijk 2,5% afhankelijk of de indexatiedoelstelling compensatie voor de looninflatie of voor de prijsinflatie betreft.

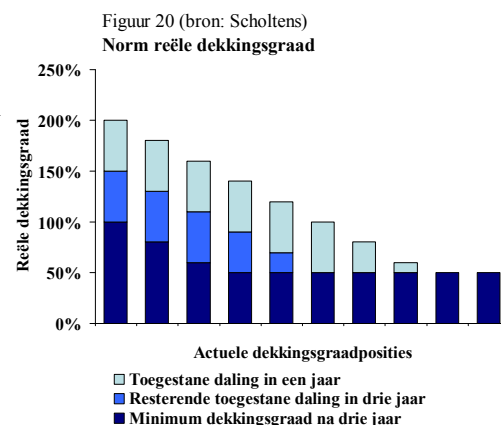
<sup>30</sup> Als eenvoudige ‘test’ voor het bepalen of er van extreme marktstress sprake is stellen wij voor na te gaan of banken liquiditeitssteun van de monetaire autoriteiten ontvangen. Onze werkhypothese is dat zolang dit het geval is er geen sprake is van normale marktomstandigheden.

<sup>31</sup> Voor pensioenfondsen in specifieke omstandigheden kan een andere waarde aangewezen zijn. Normering van de reële dekkingsgraadpositie laat onverlet dat DNB met het huidige instrumentarium in individuele gevallen tot een eigen oordeel kan komen.



functionerende markten<sup>32</sup>. Onder deze dekkingsgraad aangeland moet het pensioenfonds immers voor vele jaren exorbitante risico's nemen om weer op de gewenste dekkingsgraad uit te komen. Gezien de volatiliteit van de financiële markten gaat dit met onaanvaardbaar hoge risico's gepaard.

Een sterke daling van de reële dekkingsgraad is, onder normale marktomstandigheden, een aanwijzing dat het pensioenfonds de zaken niet op orde heeft. Een pensioenfonds waarvan in een jaar tijd de reële dekkingsgraad met 50 procentpunten of meer afneemt of in drie jaar tijd met 100 procentpunten of meer, verliest naar de mening van de commissie zijn vrijheid van handelen. De betrokken bestuurders en uitvoerders van het pensioenfonds zijn niet in staat gebleken om hun taak te vervullen. Een door de rechter te benoemen externe curator dient te bepalen hoe de belangen van de deelnemers het beste kunnen worden veiliggesteld, bijvoorbeeld door de deelnemers onder te brengen bij een ander fonds waar ze verder kunnen gaan met hun pensioenopbouw. Figuur 20 toont voor verschillende uitgangspunten de terugval in reële dekkingsgraad die zich in een jaar respectievelijk in drie jaar dient voor te doen alvorens sprake is van een ontoelaatbare daling.



Bij discussie met de koepels en de bestuurders over deze Scholtens-norm<sup>33</sup> was de initiële reactie terughoudend. Maar in de discussies is er gaandeweg bijval gekomen voor het belang van een dergelijke norm voor de sector. Als men toch verwacht er nooit te geraken is er niets aan de hand. Maar als er omstandigheden zijn waardoor men onverhoopt de norm overtreedt zijn de gevolgen op voorhand duidelijk. De commissie wil er overigens op wijzen dat de introductie van deze norm onverlet laat dat de toezichthouder al in een eerder stadium moet kunnen interveniëren teneinde te voorkomen dat de Scholtens-norm wordt onderschreden.

### 3.6. *Verantwoording over de keuzes die ten aanzien van risico's zijn gemaakt past goed in het geldend kader*

Verantwoording afleggen maakt deel uit van goed risicomanagement. Op dit moment gebeurt dat te beperkt. Enerzijds omdat het risicomanagement zelf nog onvoldoende is ingevuld, zoals wij in paragraaf 3.2. uitgebreid hebben besproken. Anderzijds omdat pensioenfondsbesturen onder de huidige regelgeving niet expliciet verantwoording hoeven af te leggen aan de deelnemers over het gevoerde risicobeleid. Wel over beleid in het algemeen, maar niet over het risicobeleid.

De commissie is van mening dat het belang van het risicobeleid in het geval van pensioenfondsen zo groot is dat hogere eisen moeten worden gesteld aan verantwoording op dit terrein (zie ook paragraaf 3.5). Het bestuur zou via de website en ten minste jaarlijks via het jaarverslag informatie moeten verstrekken over:

- De belangrijkste uitgangspunten voor het risicobeleid;
- Het risicoprofiel van het pensioenfonds;

<sup>32</sup> Zie ook de passage in Hoofdstuk 2 over missing markets.

<sup>33</sup> Norm geïntroduceerd door prof dr. L.J.R. Scholtens.

- De ontwikkeling van de reële dekkingsgraad naast die van de nominale dekkingsgraad;
- De kritische ondergrens van de reële dekkingsgraad;
- De onderdekkingskansen op korte en middellange termijn.

## 4. Beleggingsbeleid

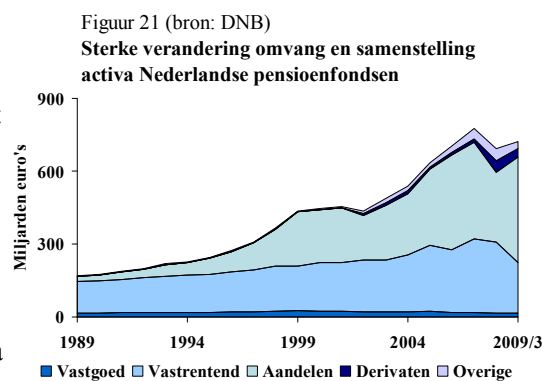
Met betrekking tot het beleggingsbeleid van pensioenfondsen heeft de commissie op grond van haar onderzoek de volgende aanbevelingen:

7. Het beleggingsbeleid moet gericht zijn op een juiste balans tussen de reële doelstelling (ambitie) en het tussentijdse nominale en reële dekkingsgraadrisico. Het beleggingsbeleid vormt een integraal geheel met het risico- en duurzaamheidsbeleid. Het strategisch risicokader en het beleggingsbeleid worden in samenhang met elkaar vastgesteld.
8. Het bestuur moet het beleggingsbeleid baseren op actuele en realistische rendements- en risicoverwachtingen. In het bijzonder moet zich het bestuur ervan te vergewissen dat kritische dekkingsgraadgrenzen, ook onder extreme omstandigheden, niet worden onderschreden.
9. Het bestuur moet expliciete keuzes maken over de invulling van het beleggingsbeleid in al zijn facetten en zich daarover verantwoorden. Het bestuur moet kritisch staan tegenover de veronderstelde voordelen van alternatieve beleggingen en vormen van actief beleggingsbeleid en naast de verwachte baten eveneens de lasten en de risico's ervan in kaart brengen.
10. Het bestuur hanteert een monitoringkader om het resultaat van het beleggingsbeleid continu te kunnen beoordelen ten opzichte van zijn reële doelstelling.

### 4.1. Historisch verloop beleggingsbeleid

De commissie acht het niet uitgesloten dat het feitelijk beleggingsbeleid in veel gevallen beïnvloed wordt door in de sector geldende *common practices* en de in het recente verleden opgedane ervaringen. Vóór 1990 was de algemeen geldende opvatting dat pensioengelden vooral vastrentend belegd dienden te worden in eigen land. Pensioenfondsen die in 1990 meer dan 20% in zakelijke waarden (exclusief vastgoed) belegden, waren een uitzondering<sup>34</sup>. Vanaf 1990 kwam het accent in het beleggingsbeleid meer op aandelen te liggen en trad internationalisering op in de beleggingsportefeuille, waarschijnlijk mede om compensatie te bieden tegen het gestaag dalende rendement op vastrentende waarden. Dit werd versterkt door de gunstige resultaten op de internationale aandelenmarkten. Na de invoering van het nieuwe FTK zien we een afvlakking in het percentage aandelen. Figuur 21 brengt de verandering van omvang en samenstelling van het pensioenvermogen over de afgelopen twintig jaar in beeld.

Een ander verschil tussen de periode tot 2005/2007<sup>35</sup> en de periode daarna is de sterke volatiliteit van de dekkingsgraad. De vaste disconteringsvoet voor de pensioenverplichtingen in de periode vóór de invoering van het FTK zorgde voor een relatief stabiele ontwikkeling van de



<sup>34</sup> Dit gold voor Nederland maar uitdrukkelijk niet voor andere pensioenlanden als de VS en het VK. In het VK pakte de hoge inflatie in de jaren 70 en 80 desastreus uit voor vastrentende beleggingen. Pensioenfondsen in het VK kenden in de jaren 90 vrijwel zonder uitzondering een hoog percentage aandelen (tot wel 80%).

<sup>35</sup> Vanaf 2007 is toepassing van het FTK verplicht; in de twee jaren ervoor mocht het FTK ook al worden toegepast.

gerapporteerde<sup>36</sup> financiële positie van pensioenfondsen. De noodzaak te sturen op de ontwikkeling van de dekkingsgraad lijkt minder groot onder een stelsel waarin de volatiliteit van de dekkingsgraad minder groot is.

Daarnaast stelt de commissie vast dat er vanuit een aantal externe factoren een druk uitgaat op het beleggingsbeleid. Zo leidt te toepassing van een instrument als de Z-score<sup>37</sup> ertoe dat ‘extreem’ beleggingsbeleid ‘onmogelijk’ is. Immers, via de Z-score worden de beleggingsresultaten van verplicht gestelde bedrijfstakpensioenfondsen vergeleken met een vooraf bepaalde norm. Negatieve afwijking van de norm kan tot gevolg hebben dat aangesloten werkgevers kunnen uittreden. Ook onderlinge vergelijking van beleggingsresultaten via externe partijen als WM Company, hebben een vergelijkbaar effect, doordat de uitkomsten van het beleggingsbeleid worden vergeleken, zonder dat daarbij altijd voldoende rekening wordt gehouden met de heterogeniteit van pensioenfondsen.

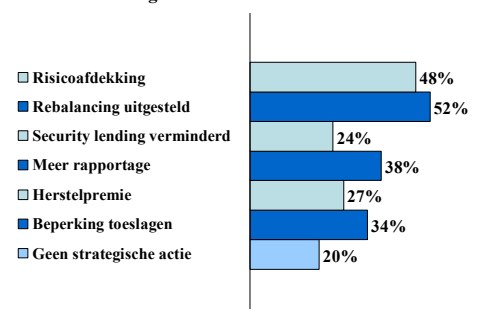
#### 4.2. *Beleggingsbeleid gevangen tussen tegenstrijdige doelstellingen*

Pensioenfondsen hebben op de lange termijn te maken met een reële doelstelling ten aanzien van de te verstrekken pensioenuitkeringen en tussentijds met het nominale dekkingsgraadrisico. Veel pensioenfondsen baseren hun beleggingsbeleid op ofwel het lange termijn rendement of het tussentijdse dekkingsgraadrisico. De commissie heeft geen statistisch significant verband kunnen vinden tussen de gemaakte keuze en de kenmerken van het pensioenfonds. Uit gesprekken met experts en andere betrokkenen is de commissie gebleken dat een aantal pensioenfondsen in deze geen bestendige gedragslijn heeft en op basis van tussentijdse ontwikkelingen de richting van het beleggingsbeleid verlegt.

In het extreme jaar 2008 hebben pensioenfondsen tot verschillende beleidsmaatregelen besloten. Met het oog op de toekomst is gekozen voor (extra) risicoafdekking, uitstel van *rebalancing* en vermindering van security lending. Met betrekking tot het herstel van de daling van de nominale dekkingsgraad is gekozen voor herstellpremies en beperking van de toeslagen. Figuur 22 laat zien in welke mate de pensioenfondsbesturen van de pensioenfondsen in de onderzoeksgroep bepaalde concrete maatregelen hebben genomen.

De commissie wijst erop dat het maken van een weloverwogen afweging tussen beide doelstellingen niet mogelijk is zonder dat duidelijk is hoe de risicovoorkeur van de belanghebbenden is. Zo kan een pensioenfonds met een hoge dekkingsgraad ervoor kunnen kiezen de reële doelstelling geheel

Figuur 22 (bron: survey)  
Concrete beslissingen in verband met crisis



<sup>36</sup> Gerapporteerde, want de werkelijke financiële positie verandert uiteraard niet door toepassing van andere berekeningsgrondslagen.

<sup>37</sup> Voor het jaarlijks vaststellen van de Z-score wordt het rendement (de performance) van het pensioenfonds vergeleken met het rendement van de vooraf door het bestuur vastgestelde benchmark op basis van een wettelijk voorgeschreven formule. Daarin tellen ook de samenstelling van het belegde vermogen en de kosten voor de uitvoering mee. Vervolgens worden de Z-scores over een periode van vijf jaar via een ook weer wettelijk voorgeschreven formule gemiddeld.

of gedeeltelijk zeker te stellen, maar ook juist de ruimte te benutten om meer risico aan te gaan. Bij een lage dekkingsgraad is het kiezen van een beleggingsstrategie met een hoog verwacht rendement aantrekkelijk met het oog op de lange termijn doelstelling maar dat vereist wel een hoge tolerantie van de belanghebbenden voor korte termijn dekkingsgraadrisico's. Dit onderstreept het belang van consistentie tussen het strategisch risicokader, gebaseerd op risicodraagvlak en risicovoorkeur van de verschillende deelnemersgroepen, en het beleggingsbeleid. In hoofdstuk 3 hebben wij hierover aanbevelingen geformuleerd.

*Geen verband tussen kenmerken en genomen risico*

Hiervoor is opgemerkt dat een lage dekkingsgraad niet zonder meer betekent dat er minder beleggingsrisico moet worden genomen of juist meer. Toch zijn er kenmerken waarvan verwacht mag worden dat er bij het nemen van risico's rekening mee wordt gehouden. Ook ligt het voor de hand dat er een verband wordt gelegd tussen verschil in fondskarakteristiek en genomen risico. Een vergrijsd pensioenfonds heeft bijvoorbeeld een lagere herstelcapaciteit en zou daarom minder risico moeten nemen dan een jong fonds

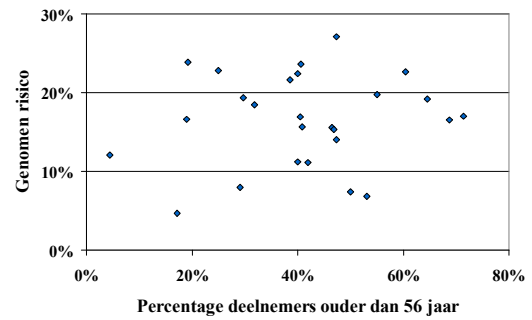
De commissie heeft onderzocht of er verband is tussen de vergrijzing en genomen risico of tussen de dekkingsgraad en het genomen risico. De waarneming van de commissie is dat er - op grond van de haar ter beschikking staande gegevens- geen of vrijwel geen statistisch significant verband kan worden ontdekt tussen de geselecteerde kenmerken van pensioenfonds, zoals vergrijzing en dekkingsgraad, en de mate waarin beleggingsrisico wordt gelopen.

De figuren 23, 25, 26 en 27 laten een aantal resultaten zien met betrekking tot het verband tussen verschillende fondskarakteristieken zoals dat is aangetroffen bij de pensioenfonds in de onderzoeksgroep. Een statistisch significant verband tussen vergrijzing en genomen beleggingsrisico is in deze groep niet aangetoond. Voor de volledigheid maken wij melding van een onderzoek naar een veel groter aantal pensioenfonds waaruit is gebleken dat er statistisch significant verband is tussen gemiddelde leeftijd van de deelnemers en de asset allocatie<sup>38</sup>. Figuur 24 bevat een uit het desbetreffende onderzoek afgeleide trendlijn.

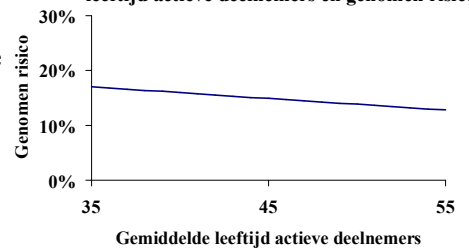
De tussenconclusie van de commissie is dat pensioenfonds er moeite mee hebben de relevante, specifieke kenmerken van de eigen pensioenregeling te vertalen in beleggingsbeleid.

Een lastig punt is dat de ontwikkeling van de reële dekkingsgraad en het reële dekkingsgraadrisico negatief worden beïnvloed indien het pensioenfonds kiest voor een hoge afdekking van het nominale dekkingsgraadrisico<sup>39</sup>. De commissie is van mening dat het reële kader leidend moet zijn voor het pensioenfonds.

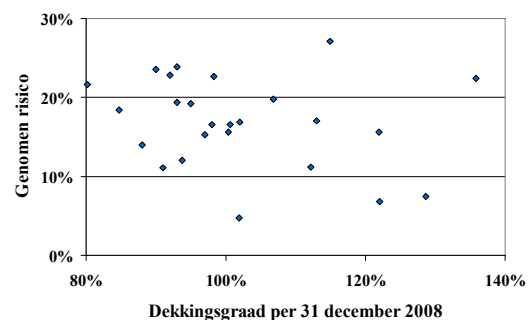
Figuur 23 (bron: survey)  
Geen significant verband tussen vergrijzing en genomen risico



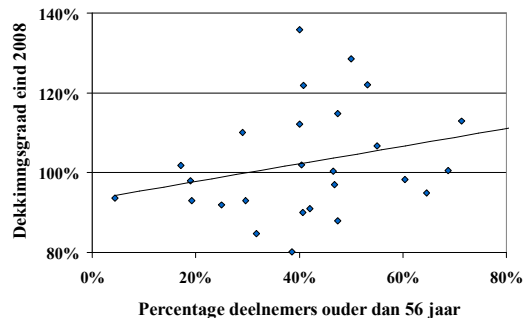
Figuur 24 (bron: Bikker, Broeders, Hollanders, Ponds)  
Onderzoek in 2007 naar 378 pensioenfonds toont (met name voor grote pensioenfonds) significant verband aan tussen gemiddelde leeftijd actieve deelnemers en genomen risico



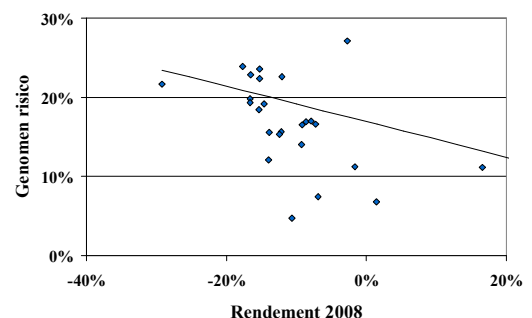
Figuur 25 (bron: survey)  
Geen significant verband tussen dekkingsgraad ultimo 2008 en genomen risico



Figuur 26 (bron: survey)  
Significant verband tussen vergrijzing en dekkingsgraad



Figuur 27 (bron: survey)  
Significant verband tussen rendement en genomen risico



<sup>38</sup> DNB Working Paper nummer 223, oktober 2009.

<sup>39</sup> Dit geldt door de bank genomen alleen als de afdekking van het nominale dekkingsgraadrisico hoger is dan 50%. Tot die grens leidt afdekking van het nominale dekkingsgraadrisico ook tot een lager reëel dekkingsgraadrisico.

### 4.3. *Dynamisch managen van het kritische ondergrensrisico geschiedt nog onvoldoende*

Pensioenfondsen zijn, niet anders dan veel andere financiële instellingen, doorgaans niet goed in het voorspellen van marktomslagen. Overwegend baseert men het beleggingsbeleid daarom op langjarige reeksen: een vorm van extrapolatie van de verwachtingen. Deze methode heeft zijn beperkingen zoals het doortrekken van eenmalige *windfall profits*<sup>40</sup> naar de toekomst. Nog belangrijker is dat deze aanpak geen rekening houdt met de mogelijkheid dat de marktsituatie onevenwichtig is. De commissie wil niet aansporen tot een beleid waarbij jaarlijks getracht wordt de toekomst te voorspellen. Onder normale marktomstandigheden is dat futiel. Wel zouden besturen uitdrukkelijker moeten nagaan of van normale marktomstandigheden sprake is of dat markten zich in een situatie van kennelijke overspannenheid bevinden. In zulke situaties past een meer voorzichtig beleid. Het omgekeerde geldt tot op zekere hoogte ook: na een forse neerwaartse correctie zijn tijdelijk hogere rendementsverwachtingen verdedigbaar.

In Hoofdstuk 3 zijn wij ingegaan op de noodzaak voor een harde ondergrens voor de reële dekkingsgraad. De kritische ondergrens van de reële en van de nominale dekkingsgraad moet door het pensioenfonds zelf worden vastgesteld. Bij het bepalen van het beleggingsbeleid moet een analyse uitgevoerd worden om inzicht te krijgen in beleidsmaatregelen waarmee met grote zekerheid voorkomen wordt dat het pensioenfonds onder de kritische grens terechtkomt. Een mogelijke aanpak is de zogenaamde dynamische strategie.

Bij een dynamisch strategisch beleggingsbeleid wordt de *asset mix*<sup>41</sup> tussentijds aangepast aan de ontwikkeling van de dekkingsgraad. Afhankelijk van de hoogte van de dekkingsgraad wordt er risico opgebouwd of afgebouwd. De commissie acht deze aanpak veelbelovend met het oog op het beheersen van het risico dat de kritische ondergrens wordt onderschreden. Deze aanpak kan als specifieke strategie in tijden van grote marktonevenwichtigheden worden gevolgd maar kan desgewenst ook als een algemeen geldende strategie worden gevolgd ter afgrenzing van het neerwaarts risico<sup>42</sup>.

### 4.4. *Aan actief beleggen zijn kosten verbonden*

*Diversificatie naar alternatieve beleggingen*

<sup>40</sup> Windfall profits zijn onvoorziene winsten die in de toekomst waarschijnlijk niet meer zullen voorkomen. Extrapolatie van historische reeksen inclusief windfall profits is dan te optimistisch. Omgekeerd kan uiteraard ook, dan is te extrapolatie te pessimistisch.

<sup>41</sup> De asset mix geeft de relatieve verhouding van de verschillende categorieën beleggingen aan.

<sup>42</sup> Tijdens de recente crisis is het nut van deze aanpak ter bescherming van de dekkingsgraad tegen staartrisico's aangetoond. Vooral een aantal ondernemingspensioenfondsen hebben deze strategie met succes toegepast. Zie ook de presentatie van J. van As voor de VBA in 2009

#### **Lange termijn doelstelling en aard van de verplichtingen**

Een veel gehoord argument als het om het beleggingsbeleid van pensioenfondsen gaat is dat pensioenbesparingen voor de lange termijn zijn en dat daarom het beleggingsbeleid zich weinig gelegen hoeft te laten liggen aan korte termijn fluctuaties in de waarde van de beleggingen. Financiële markten worden immers gekenmerkt door 'mean reversion', hetgeen inhoudt dat markten na een crash (of bubble) zullen terugkeren naar structurele niveaus met als consequentie dat het lange termijn rendement van aandelen tamelijk constant is. Zelfs als we uit zouden willen gaan van de universele geldigheid van mean reversion is het argument maar van betrekkelijke waarde. In de eerste plaats wordt door de vergrijzing de tijdshorizon van pensioenfondsen korter, in sommige gevallen korter dan de periode die naar verwachting noodzakelijk is voor volledig herstel van financiële markten. Belangrijker is dat de verplichtingen van pensioenfondsen geen goede weerspiegeling zijn van het lange termijn karakter van (een deel) van de pensioenbesparingen. Anders gezegd om optimaal te kunnen profiteren van de lange horizon van pensioenbesparingen is een andere structuur van de pensioenverplichtingen nodig waarbij het deel met een uitgesproken lange termijn karakter onderhevig mag zijn aan grotere korte termijn risico's. Het is aan het pensioenfonds om zelf invulling te geven aan deze herstructurering van de verplichtingenzijde van de balans.

Diversificatie van de beleggingen geeft de mogelijkheid om de verhouding tussen verwacht rendement en risico te optimaliseren. Pensioenfondsen hebben het afgelopen decennium daar in toenemend mate gebruik van gemaakt. Naast de meer standaard beleggingen in overheidsobligaties, aandelen en vastgoed wordt in toenemende mate belegd in *credits*<sup>43</sup>, waarbij ook hogere kredietrisico's niet worden gemeden, en in zogenaamde *alternatives*<sup>44</sup>. De diversificatievoordelen van deze aanpak lijken evident. De commissie wijst erop dat credits en alternatives grote operationele en liquiditeitsrisico's met zich meebrengen. Zie hiervoor ook hoofdstuk 5 van dit rapport. Verder blijkt dat in financiële crises de correlaties tussen verschillende beleggingen sterk gaan oplopen, wat het voordeel van diversificatie in crisissituaties deels teniet doet. Het vermeende voordeel verdwijnt dan snel en kan omslaan in een nadeel als de krediet- en liquiditeitsrisico's materialiseren.

Beleggingen in credits leiden tot crediteurenrisico; dit wordt doorgaans onderkend en gemanaged. Even belangrijk is het tegenpartijrisico<sup>45</sup> dat verbonden is aan vooral niet genoteerde afgeleide instrumenten en aan het uitlenen van effecten. De praktijk in 2008 laat helaas zien dat ook grote fondsen op deze onderdelen grote en volstrekt vermijdbare verliezen hebben geleden.

Tijdens de recente crisis zijn pensioenfondsen voor het eerst op grote schaal geconfronteerd met liquiditeitsrisico. De oorzaak hiervoor moet in de eerste plaats gezocht worden in het gebruik van derivaten ter afdekking van risico's (rente, valuta, inflatie). De voorspelbaarheid van de korte termijn kasstromen is met het toegenomen gebruik van derivaten aanzienlijk verminderd. Daarnaast zijn beleggingen in *alternatives* doorgaans weinig liquide en in een aantal gevallen belast met negatieve liquiditeit doordat de beheerder een aanvullende zogenaamde capital call<sup>46</sup> kan doen. De portefeuille als geheel wordt dus minder liquide en kan minder goed worden gebruikt als onderpand voor derivatentransacties.

In onze gesprekken met de experts werd het grotere belang van het liquiditeitsrisico onderschreven, inclusief de noodzaak om het risico expliciet mee te nemen in ALM-studies of scenarioanalyses.

#### Actief versus passief beleggen

Pensioenfondsen hanteren veelal een mix van actief en passief portefeuillebeheer. Opvallend is dat deze mix over de tijd tamelijk stabiel is ondanks dat de resultaten van actief portefeuillebeheer al decennia lang tegen blijken te vallen en er geen degelijk wetenschappelijk bewijs bestaat dat actief management lonend is. Ook uit figuur 28 blijkt dat in de afgelopen tien jaar het grootste deel van Europese beleggingsfondsen die actief hebben belegd in aandelen het slechter hebben gedaan dan de index.

<sup>43</sup> Credits zijn vastrentende beleggingen waaraan kredietrisico verbonden is zoals bedrijfsobligaties en hypotheekleningen

<sup>44</sup> Voorbeelden van alternatives zijn beleggingen in hedge funds en private equity.

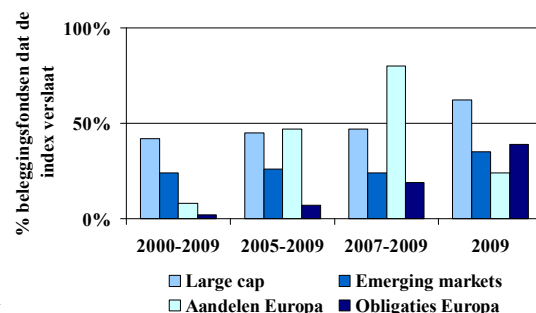
<sup>45</sup> Tegenpartij risico ontstaat als ten gevolge van een financiële transactie een vordering op de tegenpartij ontstaat.

<sup>46</sup> Een capital call verplicht tot het storten van extra kapitaal; bij private equity wordt slecht een deel van het gecommiteerde kapitaal bij aanvang gestort; de rest is op afroep.

### Leidt afdekken neerwaarts risico tot procyclisch beleid?

Dynamische strategieën hebben gemeen dat de bereidheid tot het nemen van risico afneemt (toeneemt) naarmate de financiële situatie van het fonds krapp(er) (ruimer) is. Als nadeel van deze strategie worden gezien dat fondsen kopen als de koersen hoog zijn en gedwongen zijn te verkopen als de koersen laag zijn. Door bovengrenzen aan de risico-exposure te stellen en door tijdig te reageren op signalen van toenemende marktspanningen kan dit procyclische aspect afgezwakt worden. De meer fundamentele vraag is of fondsen het zich kunnen permitteren een beleggingsbeleid te voeren gebaseerd op een constante risico-aversie. Dat hangt af van de afspraken die met de deelnemers zijn gemaakt over het toedelen en opvangen van risico's. Bij de standaard structuur van de verplichtingen en afspraken over beperking van tussentijdse premieverhogingen lijkt een band tussen positie van de dekkingsgraad en risicobereidheid onvermijdelijk. Bij een andere structuur van de verplichtingen hoort een andere risicohouding. Zo zal bij een opsplitsing van de verplichtingen in harde en zachte verplichtingen ten aanzien van de zachte verplichtingen uitgegaan kunnen worden van een constante risico-aversie.

Figuur 28 (bron: Morningstar)  
Het blijft lastig de markt te verslaan



Op het gebied van vastrentende waarden is het beeld nog onthutsender. Europese en Amerikaanse obligatiefondsen die actief beleggen presteren voor het overgrote deel (96%) minder goed dan de index. Ook de anekdotische ervaringen van pensioenfondsen laten vooral in 2008 grote verliezen op actief beheerde credit mandaten zien. Het lijkt erop dat besturen vooraf onvoldoende op de hoogte waren van de grote risico's die in deze portefeuilles aanwezig waren. Dit wil niet zeggen dat pensioenfondsen alleen maar passief moeten beleggen, wel dat besturen beter moeten onderbouwen waarom de gekozen vorm van actief beleid lonend is en voorts moeten toezien op een goed proces voor selectie en monitoring; zie hiervoor hoofdstuk 5.



## 5. Uitvoering beleggingsbeleid en risicobeheer

Met betrekking tot de uitvoering van het beleggingsbeleid en het risicobeheer door pensioenfondsen heeft de commissie op grond van haar onderzoek de volgende aanbevelingen:

11. Het bestuur dient in alle stadia van het beleggingsproces effectief ‘in control’ te zijn met betrekking tot risicobeheer. Dit geldt voor de uitvoering van het strategisch, tactisch en operationeel beleggingsbeleid. Het bestuur legt dit vast in een ‘in control statement’.
12. De resultaten van het beleggingsbeleid dienen afgezet te worden tegen de doelstellingen, het risicoprofiel en het risicodraagvlak zoals die zijn bepaald op basis van het pensioencontract.
13. De informatieprocessen dienen zo te zijn ingericht dat de risico’s van asymmetrische informatie worden teruggebracht tot een beheersbaar niveau. Dit vereist een inrichting van bestuurlijke monitoring processen die tot daadwerkelijk inzicht en doorzicht van risicobeheer en het volledige beleggingsproces leiden. Daarnaast vereist het de selectie van uitvoerders, die aansluiten bij het gekozen beleggingsbeleid.
14. Het bestuur dient in staat te zijn een effectief tegenwicht (‘countervailing power’) te vormen voor de professionele uitvoerders en (commerciële) aanbieders van beleggingsproducten. Dit geldt ook als de uitvoering in eigen huis plaats vindt.

### ***5.1. Terechte aandacht voor strategische en tactische aspecten van het beleggingbeleid mag niet ten koste gaan van aandacht voor de uitvoering***

Naast het strategische en tactische beleggingsbeleid en risicobeheer is ook de uitvoering van het beleid van groot belang. Er kunnen grote verschillen optreden tussen de theoretisch haalbare rendementen en de feitelijk behaalde beleggingsresultaten.

De commissie heeft de indruk dat in de aandacht van veel pensioenfondsbesturen voor het beleggingsbeleid in de loop der jaren een ontwikkeling heeft plaatsgevonden. Deze aandacht is verschoven van operationele aspecten, via de tactische naar de strategische aspecten van het beleggingsbeleid. Onder de tactische en strategische aspecten vallen onder andere de verdeling van het vermogen over de verschillende asset classes, de duration voor vastrentende beleggingen, het al dan niet afdekken van risico’s en landen- en regiokeuzes. Aan deze aandachtsverschuiving ligt veelal de gedachte ten grondslag dat de resultaten van het beleggingsresultaat voor ten minste 80% worden bepaald door het strategisch beleid.

Hoewel uit de survey van de commissie een grote betrokkenheid blijkt van pensioenfondsbesturen bij de controle op de uitvoering van het beleggingsbeleid heeft de commissie uit gesprekken met experts een genuanceerder beeld gekregen. In veel besturen is er minder aandacht voor (en kennis van) de implementatie van de beleggingsstrategie en de operationele uitvoering. Implementatie betreft de vertaling van het

beoogde strategische beleid in een concrete beleggingsportefeuille en mandaten voor de vermogensbeheerders die deze portefeuilles beheren. Verder valt hieronder de contractering en monitoring van de partijen die het feitelijke beleggingsbeleid uitvoeren.

### Implementation shortfall

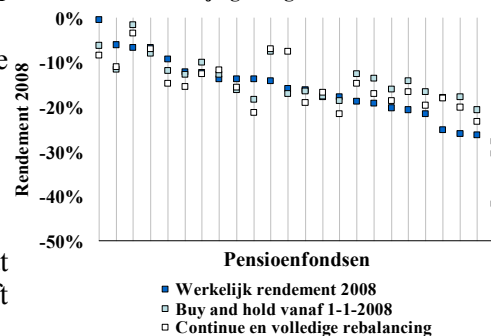
In de praktijk blijken de beleggingsresultaten vaak tegen te vallen door de uitvoeringsaspecten. Het tegenvallen van de feitelijke beleggingsresultaten ten opzichte van het theoretisch te behalen rendement, door een gebrekkige uitvoering en het ‘weglekken’ van beleggingsresultaten is in de literatuur beschreven<sup>47</sup> als de ‘*implementation shortfall*’. Dit is een optelsom van uitvoeringskosten en *opportunity*-kosten. De commissie heeft binnen de beschikbare tijd voor het onderzoek geen goed inzicht kunnen verkrijgen in exacte omvang en ontwikkeling van de *implementation shortfall* over een langere periode. Zij beveelt aan dat hiernaar nader onderzoek wordt gedaan. Voor het jaar 2008 schat DNB dat de totale waardedaling op de beleggingen in 2008 circa € 112 miljard heeft bedragen. Een vergelijking van het benchmark resultaat met het feitelijke resultaat leert dat daarvan ruim € 20 miljard toegeschreven kan worden aan de implementatie van de beleggingsstrategieën van de pensioenfondsen. Beleggingsverliezen door uitvoeringskosten en een gebrekkige implementatie voor een groot deel onomkeerbaar. En dus niet tijdelijk en herwinbaar bij marktherstel.

Figuur 29 laat voor de pensioenfondsen in de onderzoeksgroep de feitelijke rendementen over 2008 zien, alsmede de rendementen die zouden zijn behaald bij *buy and hold* en bij volledige *rebalancing*. In de feitelijke resultaten komt uiteraard de *implementation shortfall* eveneens tot uitdrukking. Uit figuur 30 blijkt dat gemiddeld het feitelijke rendement over 2008 is achtergebleven bij het rendement dat zou zijn behaald bij volledig *rebalancing*. Sommige pensioenfondsen dekken neerwaarts risico af in ruil voor *upward potential*. In figuur 31 is het theoretisch resultaat van deze risicoafdekkingsconstructie gestileerd weergegeven als een gebroken lijn die niet onder een rendement van -10% komt en bij positieve marktrendementen in toenemende mate achterblijft bij het gemiddelde marktrendement. De relatief gunstige gerealiseerde beleggingsopbrengsten bij zeer lage marktrendementen worden veroorzaakt door de pensioenfondsen die het neerwaarts risico inderdaad geheel of gedeeltelijk hebben afgedekt.

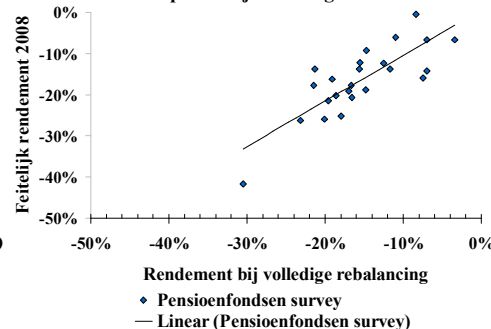
Hoewel de commissie voorbeelden heeft gezien van pensioenfondsen waar de uitvoering uitstekend is georganiseerd is er voor de commissie alle aanleiding om ook aanbevelingen te doen over de uitvoering van het beleggingsbeleid. Uit een recente analyse van DNB blijkt dat er naast de noodzakelijke kosten die worden gemaakt bij de uitvoering van het beleid vermijdbare verliezen zijn als gevolg van:

- een gebrekkig uitbestedingsproces: geen goede *due diligence*<sup>48</sup>, te ruime mandaten, timing en toerekening van transacties, te ruime

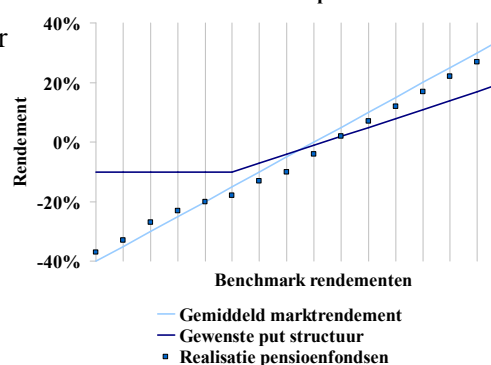
Figuur 29 (bron: survey)  
Uitvoering en implementatie beleggingsbeleid in 2008 niet altijd gunstig



Figuur 30 (bron: survey)  
Feitelijk rendement blijft achter bij benchmark voor oorspronkelijke strategische mix



Figuur 31 (bron: DNB)  
Rendement niet conform put structuur



<sup>47</sup> Zie o.a. Keith P. Ambachtsheer, D. Don Ezra 1998, Pension fund excellence, creating value for stockholders

<sup>48</sup> Due diligence behelst het op gestructureerde wijze doorlichten van de organisatie en het beleggingsproces van de manager alvorens een mandaat wordt verstrekt.

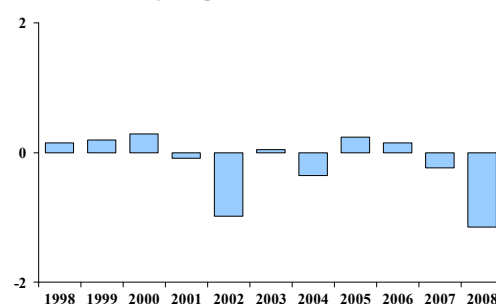
risicolimieten, onvoldoende aandacht voor liquiditeit met name bij alternaties;

- gebrekkige controle en monitoring.

#### *Asset allocatie is niet de enige bepalende factor voor beleggingsresultaat*

Een bekend adagium in pensioenfondsenland is dat de strategische asset allocatie in hoge mate (voor 75%-90%) het rendement bepaalt. Dit steunt op uitgebreid empirisch onderzoek, onder andere van Brinson en Beebower. Deze regelmatigheid geldt voor het gemiddelde pensioenfonds. Er is echter ook onderzoek dat laat zien dat de verschillen tussen goed en slecht presterende pensioenfonds juist in hoge mate bepaald worden door verschillen in implementatie. Zo laat Kennedy voor een door hem onderzochte groep pensioenfonds zien dat het rendementsverschil tussen de 25% hoogst renderende fondsen en de 25% laagst renderende pensioenfonds voor 75% verklaard wordt door implementatie en slechts voor 25% door verschillen in strategische asset allocatie<sup>49</sup>. Voor Nederlandse pensioenfonds is dergelijk onderzoek niet verricht, maar onderzoek van Huang en Mahieu<sup>50</sup> - onder andere naar verschil in Z-scores tussen bedrijfstakpensioenfonds (zie figuur 32<sup>51</sup>) - laat zien dat ook in Nederland de verschillen tussen pensioenfonds groot zijn. Deze verschillen blijken overigens niet persistent. Pensioenfonds blijken vooral in slechte beursjaren gemiddeld een lage Z-score te hebben gehaald.

Figuur 32 (bron: Huang en Mahieu)  
Z-score bedrijfstakpensioenfonds



Uit het onderzoek van de commissie en uit een DNB onderzoek over 2008 blijken de volgende meer specifieke oorzaken voor implementatieverliezen:

- onnodig hoge uitvoeringskosten, vooral bij actief beheer;
- de daadwerkelijke beleggingsportefeuille wijkt af van de strategisch gekozen beleggingsportefeuille;
- liquiditeitsrisico's die ontstaan uit derivatenposities in combinatie met illiquiditeit als gevolg van onder andere security lending programma's;
- herfinancieringsrisico's;
- intransparantie van producten, waardoor onbekende tegenpartijrisico's blijken te bestaan;
- aanbieders blijken in de praktijk een ander product te voeren (met meer risico) dan pensioenfonds meenden te hebben gecontracteerd;
- verkapte hefboomeffecten door het gebruik van derivaten en *securities lending*<sup>52</sup>.

Een en ander is meer dan voldoende aanleiding om de uitvoering van het beleggingsbeleid volle aandacht te geven. Besturen zullen te allen tijde

<sup>49</sup> Ian Kennedy, CFA congres 2007, Cambridge Associates.

<sup>50</sup> Huang en Mahieu, 2009, Performance Persistence of Dutch Pension Plans

<sup>51</sup> De gegevens voor figuur 31 zijn op geaggregeerd niveau meegenomen voor ondernemings-, bedrijfstak- en beroepspensioenfonds, terwijl in figuur 32 is uitgegaan van ongewogen gemiddelde Z-scores van bedrijfstakpensioenfonds. Ook in deze figuur is te zien dat de implementatie in 2008 desastreus geweest is.

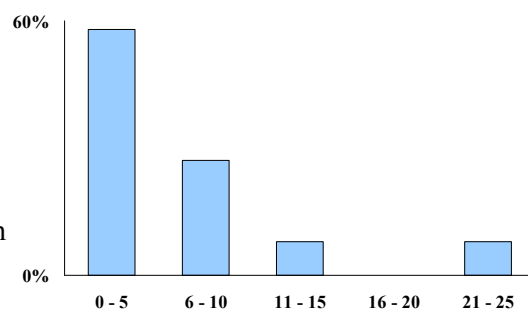
<sup>52</sup> Securities lending is het tijdelijk uitlenen van effecten tegen een uitleenvergoeding. De tegenwaarde van de uitgeleende effecten wordt in cash ter beschikking gesteld en kan weer worden belegd.

aantoonbaar volledig ‘in control’ moeten zijn ten aanzien van het gehele beleggingsproces, inclusief de implementatie en uitvoering van het beleggingsbeleid.

## 5.2. *Door grootschalige uitbesteding ontstaan principal-agent-vraagstukken*

De implementatie en uitvoering van het beleggingsbeleid worden op grote schaal uitbesteed aan professionele partijen. Pensioenfondsen kunnen zich op die wijze toegang verschaffen tot de steeds professionelere en complexere kennis en technieken die zijn vereist voor het vermogensbeheer. Bovendien kunnen door uitbesteding schaalvoordelen worden bereikt. Vrijwel alle pensioenfondsen werken ten aanzien van de uitvoering van het vermogensbeheer met externe partijen. Het aantal externe partijen loopt per pensioenfonds uiteen van één of enkele partijen tot soms tientallen (zie figuur 33). Het gedeelte van het vermogen waarvan het beheer wordt uitbesteed varieert eveneens.

Figuur 33 (bron: survey)  
Aantal externe mandaten van pensioenfondsen



Bijna 90% van de pensioenfondsen besteedt meer dan 30% van het vermogensbeheer uit. Als gevolg van deze grootschalige uitbesteding hebben besturen minder zicht gekregen op de feitelijke uitvoering van het beleggingsbeleid. Verder is door de toegenomen uitbesteding ook de kennis binnen pensioenfondsen verminderd. In gesprekken met experts zijn herhaaldelijk zorgen geuit over de (te) ‘aanzienlijk’ doorgevoerde scheiding tussen beleid en uitvoering. Met name valt op dat de rechtstreeks onder het bestuur vallende beleidscomponent (te) vaak nog (te) mager is ingevuld ten opzichte van de - van oudsher - zwaar bemenste uitvoeringsorganisaties.

De commissie constateert dat aanvullende aandacht van het bestuur hiervoor niet overbodig is .

Niet alleen de uitvoering, maar ook de beleidsvoorbereiding, de beoordeling van het beleggingsbeleid, het risicobeheer en de monitoring van vermogensbeheerders worden uitbesteed aan externe dienstverleners (ALM-adviseurs, vermogensbeheerders, beleggingsadviseurs, fiduciaire beheerders, etc.). Gegeven de hoge mate van uitbesteding in de vermogensbeheersector, neemt de complexiteit van de relaties en de eerder vermelde risico's exponentieel toe. Vermogensbeheerders hebben de afgelopen jaren bovendien zelf steeds meer uitbesteed om hun aandacht en middelen te kunnen richten op hun kernactiviteiten door nevenactiviteiten af te stoten en in te kopen. Door uitbesteding van vermogens- en risicobeheeractiviteiten neemt de rechtstreekse controle van pensioenfondsen op de dagelijkse uitvoering af en is een ‘principal-agent problematiek’ geïntroduceerd<sup>53</sup>.

### *Risico's bij uitbesteding vermogensbeheer*

Door beleggingsactiviteiten uit te besteden, worden de volgende structurele risico's geïntroduceerd:

- De betrokken partijen (pensioenfondsen en externe dienstverleners) beschikken noch over perfecte, noch over dezelfde informatie

<sup>53</sup> Zie o.a. John C. Bogle, 2005, *The Battle for the Soul of Capitalism*.

(‘asymmetrische informatie’). Door de grootschalige uitbesteding is de kennis bij pensioenfondsbesturen over de operationele uitvoering afgenomen

- Het uitbestedingproces kan gezien worden als een cascade proces waarbij iedere volgende schakel een smaller risicobegrip hanteert. De manager zal vooral aandacht hebben voor het managen van de voor hem relevante risico’s waardoor de voor het pensioenfonds relevante risico’s onvoldoende aandacht krijgen;
- De risicoverhouding tussen pensioenfonds en manager is asymmetrisch indien managers wel beloond worden voor de successen maar niet de nadelen dragen bij tegenvallers. Wanneer niet de juiste beloningsstructuur wordt geïmplementeerd is dit een groot risico.

In gesprekken van de commissie met experts en pensioenfondsbesturen zijn meerdere voorbeelden van risico’s door asymmetrische informatie naar voren gekomen. Een eerste categorie betreft externe managers, die portefeuilles blijken te hebben geconstrueerd waarmee meer risico’s zijn genomen dan het pensioenfonds dacht te hebben afgesproken in het beleggingsmandaat. Deze portefeuilles zullen in goede tijden extra rendement genereren. Niet dankzij superieur management maar doordat extra risico’s worden genomen. Dit leidt veelal tot extra *performance fees* voor beheerders. In slechte tijden wordt de rekening echter gepresenteerd in de vorm van extra verliezen voor het pensioenfonds. Andere voorbeelden die zijn genoemd betreffen externe beheerders, die op hun beurt weer zaken hebben uitbesteed aan derden, waardoor onverwachte tegenpartijrisico’s bleken te bestaan. Zo bleken enkele pensioenfonds via *securities lending* programma’s op hun beleggingen onverwacht risico te lopen op het in 2008 failliet verklaarde Lehman Brothers.

De informatieprocessen van pensioenfonds dienen daarom zodanig te zijn ingericht dat de risico’s van asymmetrische informatie transparant en beheersbaar worden teruggebracht tot een aanvaardbaar niveau.

Concreet zijn deze risico’s te beperken door onder andere de volgende maatregelen:

- een diepgaande *due dilligence* voordat een relatie met een externe vermogensbeheerder wordt aangegaan;
- adequate contractering door ondubbelzinnige en evenwichtige mandaten met een duidelijke beschrijving waarin wordt belegd, welke *tracking error* wordt gehanteerd, wat en wanneer er wordt gerapporteerd en een duidelijke fee structuur, waarin naar parallelle belangen wordt gestreefd;
- continue monitoring van externe vermogensbeheerders op basis van uitgebreide en adequate rapportages die gericht zijn op de *key performance indicators* waaronder in ieder geval de feitelijke blootstellingen, de afwijkingen van de *benchmark* en risicomatstaven als *tracking error*, *expected shortfall* en *VAR*<sup>54</sup>;
- adequate functiescheiding, bijvoorbeeld tussen beleidsbepaling en uitvoering, uitvoering en controle/monitoring, beheer en performancemeting, selectie en evaluatie van externe partijen;

---

<sup>54</sup> Tracking error en VAR c.q. expected shortfall zijn maatstaven voor het relatieve respectievelijk het absolute risico van de portefeuille.

- bestuurlijke monitoring processen die tot daadwerkelijk inzicht in en doorzicht van risicobeheer en het volledige beleggingsproces leiden.

Overigens wijst de commissie erop dat hierin weliswaar in de eerste plaats een verantwoordelijkheid ligt voor pensioenfondsbesturen, maar dat dit ook geldt voor vermogensbeheerders en andere externe partijen. Zij moeten bijvoorbeeld zorg dragen voor een goede functiescheiding, adequate rapportages leveren en potentiële belangenconflicten melden. Verder is van belang dat er voldoende concurrentie bestaat tussen uitvoerders die vermogensbeheer aanbieden. Het geven van inzicht en het opleveren van adequate rapportages dienen een belangrijk selectie criterium te vormen bij de selectie van deze partijen.

### **5.3. *Pensioenfondsbestuur heeft centrale rol***

Uit gesprekken met zowel pensioenfondsbesturen als met experts heeft de commissie het beeld gekregen dat besturen in het algemeen te veel op afstand staan als het gaat om de uitvoering van het beleggingsbeleid. Uit het onderzoek van de commissie blijkt dat monitoring plaatsvindt op veel verschillende manieren, bijvoorbeeld door externe adviseurs, de fiduciair manager, een beleggingscommissie of een dagelijks bestuur. Dat is echter niet altijd het geval. In sommige gevallen wordt een ‘bestuurlijke toetsing’ op de vermogensbeheerprocessen voldoende geacht. Daarbij vertrouwt men (veelal) op externe professionals voor zowel de uitvoering als de beoordeling van de uitvoering. Soms liggen alle vermogensbeheerprocessen bij één partij, die zowel de uitvoering als de monitoring en het risicobeheer voor zijn rekening neemt. Daardoor ontstaat er een grote afhankelijkheid van externe uitvoerders. De eigen specifieke kennis in het bestuur ten aanzien van vermogensbeheer is daarmee niet altijd voldoende om de uitvoering van het vermogensbeheer voldoende te beheersen. Als voorbeeld hierbij kan wederom *securities lending* worden genoemd. Nadat in 2008 grote verliezen zijn geleden op deze programma’s en onverwachte liquiditeits- en tegenpartijrisico’s bleken te bestaan, moet worden geconcludeerd dat de risico’s van deze constructie veelal niet goed zijn begrepen.

Naar het oordeel van de commissie is een hoog deskundigheidsniveau in het bestuur noodzakelijk om alle externe partijen te kunnen aansturen. Ook moet monitoring van externe vermogensbeheerders op continue basis plaatsvinden. In dat opzicht lijkt de huidige praktijk daarbij nog achter te blijven. Weliswaar geven besturen aan meerdere malen per jaar de implementatie van het beleggingsplan te controleren, maar de externe vermogensbeheerders worden veelal slechts een enkele keer per jaar gecontroleerd.

Er moet sprake zijn van voldoende ‘*countervailing power*’ van het bestuur tegenover alle externe partijen, waar vermogensbeheerprocessen aan worden uitbesteed. Het bestuur moet deze zelf volledig begrijpen om voldoende grip te hebben op de uitbesteede processen. Dit geldt voor alle onderdelen van het vermogensbeheer. Immers het bestuur is en blijft eindverantwoordelijk en staat dan ook centraal, ook bij de uitbesteding van vermogensbeheerprocessen.

De figuren 34, 35 en 36 laten de respons van de onderzoeksgroep zien met betrekking tot de betrokkenheid van het bestuur bij de controle op de implementatie van het beleggingsplan.

In dit verband wil de commissie ook nog enkele kritische opmerkingen plaatsen bij het concept van fiduciair management. Deze vorm van uitbesteden van vermogensbeheer is de laatste jaren in populariteit gegroeid. Fiduciair management wordt door verschillende aanbieders enigszins verschillend ingevuld, maar in grote lijnen kan het worden omschreven als volgt. Het woord fiduciair heeft betrekking op vertrouwen. Een fiduciair manager werpt zich op als partner voor het pensioenfonds, waarbij de fiduciair manager de schakel vormt tussen het pensioenfonds en de diverse externe managers en andere providers. In feite neemt een fiduciair manager de coördinerende rol en veel uitvoerende taken van het pensioenfonds over als het erom gaat allerlei uiteenlopende aspecten van vermogensbeheer te overzien en met elkaar in overeenstemming te brengen<sup>55</sup>.

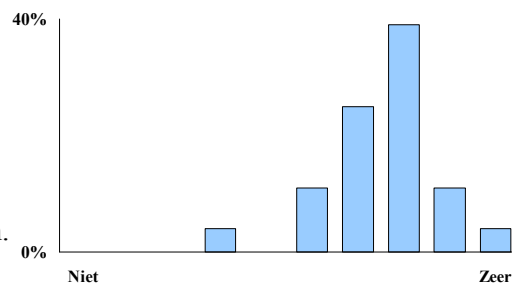
De commissie ziet hierin als groot risico dat pensioenfondsen verantwoordelijkheden op het gebied van vermogensbeheer te veel neerleggen bij een externe partij, die een eigen belang heeft dat niet noodzakelijk overeenkomt met het belang van de deelnemers. Daarmee worden de risico's die samenhangen met informatieasymmetrie en risico- en beloningsasymmetrie, zoals in de vorige paragraaf beschreven niet weggenomen. Er ontstaat bovendien een grote afhankelijkheid van de fiduciair manager. Door een groot aantal activiteiten in één hand te leggen kunnen basale inrichtingsprincipes, zoals een adequate functiescheiding, onder druk komen. Daarnaast stelt het concept zeer hoge eisen aan de transparantie van de desbetreffende aanbieders naar pensioenfondsbesturen om dergelijke partijen aan te kunnen sturen. Het pensioenfonds loopt het grote risico niet voldoende 'in control' te zijn.

#### 5.4. *Afleggen van verantwoording is sluitstuk voor consistent beleid*

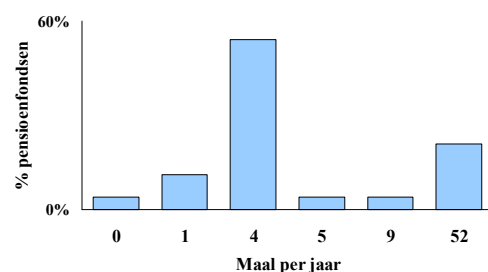
Zoals hiervoor aangegeven zal het beleggingsbeleid en risicobeheer in alle onderdelen ten dienste moeten staan aan de doelstellingen van het pensioenfonds, zoals die voortvloeien uit het pensioencontract. Deze moeten een consistent geheel vormen en er zal een periodieke toetsing moeten plaatsvinden op deze consistentie.

De uiteindelijke toetsing moet plaatsvinden door de belanghebbenden van het pensioenfonds. Daarom dient het bestuur zich via de website en ten minste jaarlijks via het jaarverslag over de resultaten van de periodieke toetsing en het monitoring proces op de gehele keten van het beleggingsproces tegenover de belanghebbenden te verantwoorden.

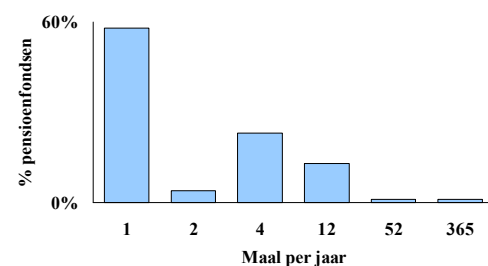
Figuur 34 (bron: survey)  
Mate waarin bestuur betrokken is bij controle op implementatie beleggingsplan



Figuur 35 (bron: survey)  
Aantal controles op implementatie beleggingsplan



Figuur 36 (bron: survey)  
Aantal controles op externe vermogensbeheerders



<sup>55</sup> Fiduciair management kan dus als een antwoord worden gezien op de hierboven gesignaleerde risico's bij de uitbesteding van vermogensbeheer.

## 6. Governance en organisatie

Met betrekking tot de governance en organisatie van pensioenfondsen heeft de commissie inzake verantwoordelijkheid bestuur, transparantie en verantwoording de volgende aanbevelingen:

15. Het bestuur dient aantoonbaar zodanige expertise/deskundigheid te bezitten op het gebied van risicomangement en vermogensbeheer dat het in staat is initiërend op te treden.
16. De complexiteit van het beleggingsbeleid en de risico's moeten zijn afgestemd op het pensioencontract, het risicodraagvlak en de risicobereidheid van het pensioenfonds én op de aanwezige bestuurlijke expertise.  
Het verdient aanbeveling dat er een standaard (*default*) aanpak voor beleggingsbeleid en risicomangement wordt ontwikkeld, die eenvoudig is en goed uitlegbaar aan deelnemers en overige belanghebbenden. Afwijken hiervan is mogelijk, mits aantoonbaar gebaseerd op de aanwezige expertise in het bestuur.
17. Besturen van kleine fondsen dienen zich periodiek te buigen over de vraag of de omvang van het fonds niet te klein wordt voor een optimale bemensing van bestuur en inrichting van de bestuurlijke processen. De beslissing om als zelfstandig pensioenfonds door te gaan dient te worden afgewogen tegenover de aanwezige alternatieven. Het bestuur verantwoordt zich over de uitkomst naar de deelnemers.
18. Het bestuur dient zich over het gevoerde beleid te verantwoorden, onder meer door de deelnemers in expliciete en specifieke termen via de website en ten minste jaarlijks via het jaarverslag te informeren over het beleid en de resultaten van risicobeheer en vermogensbeheer.
19. Het bestuur ontwikkelt, hanteert en bewaakt een monitorkader, waaruit blijkt in welke mate het bestuur adequaat functioneert inzake de bepaling, invulling, en uitvoering van:
  - Risicobeleid,
  - Maatschappelijk verantwoord handelen,
  - Beleggingsbeleid.

### **6.1. Voor adequaat risicomangement en vermogensbeheer hebben besturen initiërend vermogen nodig**

Besturen moeten zelfstandig de afweging maken tussen verwacht rendement en de bepaling wat een acceptabel risico is, gegeven het pensioencontract, het risicodraagvlak en de risicobereidheid van de belanghebbenden van het pensioenfonds. Zij moeten zelfstandig de richting kunnen bepalen en tijdig de nodige initiatieven nemen om het beleid bij te sturen. Een grote meerderheid van de bestuurders geeft in de survey van de commissie aan in staat te zijn zonder hulp van externe partijen, voorstellen van adviseurs en beheerders inhoudelijk te beoordelen. In de gesprekken met de commissie geeft eveneens een grote meerderheid van de besturen aan dat zij het risicobeleid en het beleggingsbeleid zelfstandig bepalen.

Echter, bij verder doorvragen en uit interviews met experts en andere vertegenwoordigers uit de sector, waaronder pensioenfondsbestuurders,



ontstaat een genuanceerder beeld. Daaruit concludeert de commissie dat veel besturen in praktijk meer op afstand staan en vooral vaststellen wat elders is voorbereid (uitvoeringorganisatie, externe vermogensbeheerders of adviseurs). Aldus hebben zij veel meer een toetsende rol en veel minder een initiërende rol. Hoe het ook zij, uit de beantwoording van de vragen blijkt dat vrijwel alle besturen het belangrijk vinden dat pensioenfondsbesturen zelf sturend zijn ten aanzien van het beleggingsbeleid en het risicobeleid.

De commissie vindt het van groot belang dat besturen in ieder geval ook zelf aantoonbaar over voldoende expertise beschikken om:

- tijdig zelf te bepalen wanneer noodzakelijke wijzigingen moeten worden doorgevoerd;
- voldoende tegenwicht te bieden tegen externe partijen om te allen tijde besluiten te nemen die volledig in het belang van het pensioenfonds zijn.

Daarom acht de commissie het noodzakelijk dat ten minste twee deskundigen in het bestuur zitten met de deskundigheid om risico's van financiële markten adequaat te onderkennen en te beoordelen<sup>56</sup>. Daarbij dient het bestuur niet alleen te kijken naar de risico's op portefeuilleniveau maar ook inzicht te hebben in de concrete samenstelling van de afzonderlijke portefeuilles. Daarmee is geborgd dat besturen voldoende *countervailing power* hebben ten opzichte van externe vermogensbeheerders en adviseurs.

Besturen beperken zich in meerderheid tot het vaststellen van het risicobeleid op basis van wat anderen aanreiken. Deze situatie wordt door de bestuurders als aanvaardbaar en vanzelfsprekend gezien. Pensioenfondsbesturen herkennen het niet als hun taak zelf inzicht te verwerven in de risico's en leidend te zijn bij het invullen van het risicomangement.

#### *Nieuwe modellen mogelijk maken*

Pensioenfondsen hebben steeds meer moeite om voldoende gekwalificeerde bestuurders te vinden in de kringen van belanghebbenden. Om toch voldoende expertise binnen besturen te verkrijgen zal daarom naast de bestaande modellen meer ruimte moeten worden geboden voor andere modellen, waar een grotere rol is weggelegd voor deskundigen in het bestuur van pensioenfondsen, zonder overigens te willen pleiten voor een bestuur dat uitsluitend bestaat uit professionals.

Goede aanvullingen op het bestaande model kunnen zijn:

- Het opnemen van deskundigen in het bestuur naast de vertegenwoordigers van belanghebbenden;
- *One tier board*, met deskundigen (*executives*) naast vertegenwoordigers van de belanghebbenden (*non executives*);

---

<sup>56</sup> Voor alle duidelijkheid: deze deskundigheid kan niet worden verkregen door het volgen van enkele voor pensioenfondsbestuurders opgezette opleidingen.

- Een bestuur om te vormen naar een bestuur van deskundigen en de vertegenwoordigers van belanghebbenden op te nemen in een Raad van Toezicht<sup>57</sup>.
- Het inrichten van een bestuursbureau met adequate kennis en voldoende capaciteit, dat volledig is gericht op de belangen van het pensioenfonds en dat het bestuur ondersteunt in de beleidsvoorbereiding, besluitvorming, selectie en monitoring van externe partijen.

## **6.2.           *Complexiteit beleggingen moet zijn afgestemd op de aanwezige bestuurlijke expertise***

In de afgelopen crisisperiodes is bij veel pensioenfondsgebleken dat beleggingsconstructies niet of anders werkten dan verwacht. Vooral complexe producten in de vastrentende sfeer bleken niet te werken als verondersteld. Verder is gebleken dat beleggen in *alternatives* en het toepassen van *securities lending* tot onverwachte verliezen hebben geleid. In veel gevallen was er onvoldoende inzicht in de gelopen risico's en toegepaste constructies. Om dergelijke onverwachte verliezen in de toekomst te voorkomen is het van groot belang dat beleggingen in complexere producten alleen wordt toegepast indien het bestuur daarvoor de juiste kennis en vaardigheden heeft. De mate van complexiteit in het beleggingsbeleid en de genomen risico's moeten daarom worden afgestemd op de aanwezige bestuurlijke expertise.

Uit de survey en gesprekken met bestuurders en experts blijken grote verschillen in het risicomanagement voor het beleggingsbeleid. Dit loopt uiteen van pensioenfondsbesturen met een startend bewustzijn van de noodzaak van een integraal risicomanagement tot fondsen met een zeer professionele en hoogwaardige aanpak. Er blijkt geen sprake te zijn van algemeen aanvaarde en goed toepasbare *best practices* voor risicomanagement en beleggingsbeleid.

De commissie pleit er daarom voor dat er een standaardaanpak (default) voor risicomanagement en beleggingsbeleid wordt ontwikkeld, bijvoorbeeld door de pensioenkoepels<sup>58</sup>. Startpunt daarbij dient een basale aanpak te zijn, die eenvoudig is en goed uitlegbaar aan de belanghebbenden. Afwijking hiervan is mogelijk, mits aantoonbaar gebaseerd op de aanwezige expertise in het bestuur. Daarbij zou expliciet moeten worden aangegeven hoe de risico's van de grotere complexiteit worden gemanaged.

Gezien de grote heterogeniteit van pensioenfonds op het gebied van risicodraagvlak en risicobereidheid is het uiteraard noodzakelijk dat de te ontwikkelen standaardaanpak voor risicomanagement rekening houdt met deze verschillen.

---

<sup>57</sup> Voorstel van OPF, FD 12 november 2009.

<sup>58</sup> Het door DNB ontwikkelde raamwerk voor risico-inventarisatie FIRM wordt door veel experts en pensioenfondsbesturen gezien als een nuttig middel voor bewustwording en risico-inventarisatie en een eerste stap voor de ontwikkeling van risicomanagement. Sommige experts en pensioenfonds met een hoogontwikkeld risicomanagement zien echter weinig toegevoegde waarde van FIRM, temeer daar FIRM in eerste instantie door DNB is ontwikkeld voor intern gebruik en ook niet specifiek is gemaakt voor pensioenfonds.

### **6.3. *Optimale omvang pensioenfonds is punt van aandacht***

De commissie heeft geen onderzoek gedaan naar de optimale omvang van een pensioenfonds. Uit onderzoeken blijkt - zoals verwacht mag worden – dat er een verband is tussen de omvang van een pensioenfonds en de kosten als percentage van de balansomvang. De relatie tussen omvang enerzijds en risicobeheer, beleggingsprestaties en uitvoering anderzijds is echter minder duidelijk<sup>59</sup>. De hoge eisen op het gebied van bemensing van besturen doen de vraag rijzen of daaraan voldaan kan worden voor het grote aantal pensioenfondsen dat Nederland kent. Een logische ontwikkeling lijkt verdere consolidatie; het initiatief daartoe dient uit te gaan van de fondsen zelf. Besturen van met name kleine fondsen dienen expliciet aan te geven op welke wijze zij kunnen voorzien in een adequate bemensing van het bestuur en de invulling van hun bestuurlijke taken.

### **6.4. *Verantwoordelijkheid, transparantie en verantwoording bestuur cruciaal voor vertrouwen van deelnemers***

Uit een analyse van de jaarverslagen van een tiental pensioenfondsen blijkt dat pensioenfondsen nog weinig in concrete termen verantwoording afleggen over het gevoerde risicobeleid. In veel jaarverslagen is nog geen expliciete risicoparagraaf opgenomen. Rapportages die hierover in het bestuursverslag zijn opgenomen maken een nog wat plichtmatige indruk. Zo wordt beschreven dat er beleggingscommissies fungeren voor het beleggingsbeleid, dat er ALM-studies en continuïteitsanalyses worden uitgevoerd en hoe de beleggingsresultaten tot stand zijn gekomen. Op dit algemene beeld zijn echter ook positieve uitzonderingen. Ook in de andere communicatie-uitingen van pensioenfondsen wordt nog maar in beperkte mate gecommuniceerd over de bestaande risico's en het gevoerde risicobeleid. Mede daardoor is er bij de belanghebbenden onvoldoende inzicht in en bewustzijn van zowel de bestaande risico's als het risicobeleid dat door het bestuur wordt gevoerd om de risico's te controleren. Dit wordt door veel bestuurders en experts als een belangrijke oorzaak genoemd voor een afgenomen vertrouwen bij de deelnemers in het achterliggende jaar. De risico's die zich voordeden waren onverwacht, evenals de consequenties die dat bleek te hebben voor de diverse groepen deelnemers. Dit sterkt de commissie tevens in haar aanbevelingen in hoofdstuk 3.

Naast verantwoording in het jaarverslag bepleit de commissie continue transparantie via de website van pensioenfondsen, zowel ten aanzien van ambitie en doelstellingen van risicobeheer en beleggingsbeleid, als de wijze van uitvoering en de monitoring door het bestuur. Immers, pensioenfondsen ervaren niet tot nauwelijks de 'reinigende tucht' van

---

<sup>59</sup> Het is de Commissie bekend dat binnen de RUG daar momenteel onderzoek naar verricht wordt. De resultaten van dit onderzoek zijn echter nog niet beschikbaar.

concurrentie. En verantwoording is niet alleen zaak van een verantwoordingsorgaan.

De commissie bepleit dan ook dat de sector in samenspraak met DNB voortdurend investeert in verbetering, toetsing en meting van risicobeheer, beleggingsbeleid en uitvoering. En daarnaast om in samenspraak met de AFM te investeren in de voortdurende verbetering van de wijze van communicatie en ook het meten van het succes van de communicatie met de deelnemers.

In de eerste twee weken van februari 2009 heeft het Nederlands Interdisciplinair Demografisch Instituut (NIDI) een onderzoek uitgevoerd onder een representatieve groep Nederlanders die bij een pensioenfonds zijn aangesloten (een groep van 1036 respondenten). Onderstaand overzicht biedt in een notendop inzicht in het vertrouwen in pensioenbeheerders medio februari 2009. De cijfers voor 2006 zijn eveneens vermeld, waarbij opgemerkt dient te worden dat banken en verzekeraars toen nog één categorie vormden.

<b>Vertrouwen in instituties van deelnemers aan pensioenfondsen</b>			
	<b>Geen/weinig vertrouwen</b>	<b>Neutraal</b>	<b>Enig/veel vertrouwen</b>
<b>Pensioenfondsen</b>			
2006	10%	26%	64%
2009	21%	35%	44%
<b>Overheid</b>			
2006	26%	32%	42%
2009	21%	34%	45%
<b>Banken</b>			
2006	27%	36%	37%
2009	35%	40%	25%
<b>Verzekeraars</b>			
2006	27%	36%	37%
2009	45%	37%	18%

De commissie acht het afleggen van verantwoording essentieel voor de fiduciaire rol die het bestuur heeft om pensioengelden te beheren en te beleggen namens de belanghebbenden. De commissie pleit daarom voor een explicieter en systematischer afleggen van verantwoording. Dit moet ten minste jaarlijks dan wel zo frequent als relevant gebeuren, onder andere via het jaarverslag. Daarnaast zal dit ook moeten plaatsvinden via toegankelijker communicatiemiddelen, zoals een website, verkort jaarverslag, bijlage bij pensioenbericht en een actieve dialoog met vertegenwoordigende organen, zoals het verantwoordingsorgaan en de deelnemersraad.

Bij het afleggen van verantwoording moeten de kwalitatieve elementen die de transparantie bevorderen, meer aandacht krijgen. Van belang is om daarbij eerst doelstellingen en beleid te benoemen en toe te lichten en om daarbij de belangen en belanghebbenden helder in beeld te brengen. Op de aldus in beeld gebrachte belangen en belanghebbenden moet de informatievoorziening zijn gericht. Naast de doelstellingen en het beleid

## **Voorstel voor toelichting in jaarverslag bij beleggingsbeleid en risicobeheer**

Het bestuur legt verantwoording af over het beleggingsbeleid. Daarbij wordt aandacht besteed aan de geformuleerde doelstellingen van het fonds als geheel (financieringsbeleid, risicobeheer) en de daarvan afgeleide beleggingsdoelstellingen. Hierbij wordt aangegeven hoe deze voortvloeien uit het pensioencontract. Voorts wordt beschreven met welk beleid de doelstellingen worden gerealiseerd.

De risico- en rendementsafwegingen worden helder beschreven, waarbij onder andere wordt ingegaan op de waardevastheid van de beleggingen in relatie tot de verplichtingen. Expliciet wordt aangegeven hoe de risico's aan de verschillende groepen deelnemers worden toegedeeld en hoe deze in slechte scenario's kunnen uitpakken. Ook wordt aangegeven wie de rechthebbenden zijn op een eventueel surplus en hoe dat zal worden aangewend.

Er wordt een overzicht gegeven van de relevante externe ontwikkelingen die van invloed zijn of worden op het door het fonds gevoerde beleggingsbeleid ((historische) ontwikkelingen financiële markten, rente, belangrijkste beursindices, wetgeving, toezichhouders) en hoe het bestuur deze vertaalt naar de beleggingen van het fonds.

Het bestuur geeft een beschrijving van de samenstelling en ontwikkeling van de beleggingen van het fonds, naar beleggingscategorie, valuta, looptijd, sectoren en regio's. Daarnaast doet het bestuur verslag van de ontwikkelingen bij het fonds en de beleggingsresultaten (direct en indirect rendement, eventuele Z-score), met een analyse van die resultaten ten opzichte van de doelstellingen aan de hand van de gehanteerde benchmarks (performance-attributie) en het marktgemiddelde. Een beschrijving wordt opgenomen van het beleid ten aanzien van derivaten en toepassing daarvan inclusief het risico dat samenhangt met de aangehouden posities.

moeten dan ook de resultaten worden toegelicht, inclusief een evaluatie van het gevoerde beleid.

Het afleggen van verantwoording moet de basis vormen voor een dialoog met de belanghebbenden, waardoor het bestuur de preferenties en behoeftes van de deelnemers kan vertalen naar een concreet beleggingsbeleid en strategisch risicobeheer. Over de resultaten van dit beleid wordt vervolgens weer verantwoording afgelegd en zo vormt dit het belangrijke sluitstuk van het beleid van pensioenfondsbesturen.

## 7. Tot slot

De commissie heeft een analyse gemaakt van de structurele ontwikkelingen waarmee pensioenfondsen worden geconfronteerd. Onmiskenbaar is dat de financiële kwetsbaarheid van pensioenfondsen sterk is toegenomen door het lang leven risico, de lage reële rente en de instabiliteit van de financiële markten, terwijl de sturingsmiddelen van veel pensioenfondsen door de vergrijzing en de reeds fors gestegen premiebijdragen zijn afgenomen<sup>60</sup>.

Op basis van haar onderzoek heeft de commissie geen aanwijzingen dat pensioenfondsen structureel slecht presteren. Dat laat onverlet dat 2008 een slecht jaar was en dat de komende jaren voor de pensioenfondsen op financieel gebied niet gemakkelijk zullen zijn.

De commissie vindt dat de bij de deelnemers levende verwachtingen over een waardevast pensioen met grote risico's omgeven zijn. Deze verwachtingen en de geschetste ontwikkelingen stellen steeds hogere eisen aan het bestuur van een pensioenfonds en aan de kwaliteit van de bestuurlijke processen. De commissie doet daarom aanbevelingen voor (strategisch) risicobeleid, beleggingsbeleid, maatschappelijk verantwoord handelen, de uitvoering van het beleggings- en risicobeleid en ten slotte voor de invulling van de bestuurlijke verantwoordelijkheden.

De commissie roept de sectororganisaties en de besturen van pensioenfondsen op om de aanbevelingen op te pakken en uit te werken in 'best practices'. De commissie pleit dus in de eerste plaats voor zelfregulering, niet als een vrijblijvend proces maar als een harde toezegging van de sector.

Daarnaast adviseert de commissie op een beperkt aantal terreinen tot een aanpassing dan wel aanscherping van wet- en regelgeving. In de eerste plaats adviseert de commissie een aanpassing van het huidige FTK met meer nadruk op het reële kader. Voorts acht de commissie het van belang dat de pensioenwetgeving ruimte laat voor wijzigingen in de verplichtingenstructuur die tot doel hebben de risico's die het fonds loopt expliciet toe te delen aan de verschillende groepen belanghebbenden. Op het gebied van 'governance' van de pensioenfondsen bepleit de commissie een aanscherping van de deskundigheidseisen van bestuurders op het gebied van risicobeheer en beleggingsbeleid alsmede meer ruimte voor de verankering van het 'democratisch trustee' model.

---

<sup>60</sup> Ook de traditionele sponsorrol van ondernemingen is, onder invloed van de internationale concurrentie, ingeperkt.

## **Bijlage 1 Input pensioenfondsen**

De commissie heeft gegevens opgevraagd en geanalyseerd van 26 geselecteerde Nederlandse pensioenfondsen<sup>61</sup>. Deze groep van 26 omvat ondernemingspensioenfondsen, bedrijfstakpensioenfondsen en beroepspensioenfondsen en beschikt over een vermogen dat overeenkomt met 72% van het totale vermogen van alle Nederlandse pensioenfondsen. Aldus is een representatief beeld verkregen van de fondsen.

Aanvullend zijn gesprekken gevoerd met de voorzitters (of hun plaatsvervangers) van de meewerkende pensioenfondsen.

De commissie heeft anonimiteit van de medewerkende pensioenfondsen gegarandeerd. De namen van de desbetreffende pensioenfondsen worden hier dan ook niet vermeld.

Daarnaast zijn gesprekken gevoerd met de vertegenwoordigers van de pensioenfondsen via hun organisaties:

- Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen
- Unie van Beroepspensioenfondsen
- Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen

Ten slotte heeft de commissie gesproken met vertegenwoordigers van de sociale partners via hun organisatie:

- Stichting van de Arbeid

De commissie dankt alle organisaties voor hun bijdragen aan het onderzoek.

---

<sup>61</sup> Van de 36 oorspronkelijk voor het onderzoek geselecteerde pensioenfondsen hebben er tien niet deelgenomen omdat zij de capaciteit niet konden vrijmaken voor het verzamelen en invullen van de gevraagde informatie.

## Bijlage 2 Input experts en instituten

De commissie heeft een expertsessie belegd met een groep pensioen-, beleggings- en risicomanagementexperts.

Daarbij waren de volgende personen aanwezig:

- Drs. D. Nagtegaal AAG
- Drs. G. Siegelaer AAG
- Drs. F.R. Valkenburg AAG RBA
- Dr. Ir. Th. Kocken
- Prof. Dr. T.E. Nijman
- Drs. L.J.M. Roodbol AAG
- Drs. J. van As RBA
- J.B. Koomans AAG

Voorts heeft de commissie gesprekken gevoerd met een aantal instituten:

De Nederlandsche Bank	Mw. mr. J. Kellerman Mw. mr. F. de Vries
Centraal Planbureau	Prof. dr. C. van Ewijk
Ministerie van Financiën	Prof. dr. K.W.H. Knot Mw. mr. C.E. Hoogendijk
Ministerie van SZW	Drs. J. Koeman MA Mr.drs. E. Soetendal

Ten slotte heeft de commissie input gevraagd aan een aantal individuele experts:

- Prof. dr. C.G.E. Boender
- Drs. M.W. Dijkshoorn AAG
- Prof. dr. mr. R.H. Maatman
- Drs. R. Munsters

De commissie bedankt alle personen en instituten voor hun bijdragen aan het onderzoek.



### **Bijlage 3 Ondersteuning en secretariaat**

De commissie is bij haar onderzoek ondersteund door pensioenexperts van PricewaterhouseCoopers, die het secretariaat voor de commissie hebben gevoerd en de commissie hebben ondersteund bij haar onderzoek.

Het team stond onder leiding van:

- Mr. W.J.J. Koeleman MBA
- E.T. Loijenga AAG
- E. Stam AAG