

# De rekenmeesters achter uw pensioen

**Ortec is in de wereld een leidend bedrijf op het gebied van langetermijnstudies, of beter gezegd, Asset Liability Management (ALM) voor pensioenfondsen. Bij een ALM-studie wordt de beleggingsportefeuille zo goed mogelijk afgestemd op het risicoprofiel van het pensioenfonds en de verwachte verplichtingen, ofwel de premies aan de gepensioneerden. Nederland is toonaangevend als het op ALM-studies aankomt. Het boegbeeld van Ortec is Guus Boender. TKA had een interview met hem en twee van zijn medewerkers, Lorraine van Lieshout en Piet Molenaar, over de toekomst van ons pensioenstelsel in het algemeen en beleggen in het bijzonder.**

tekst: Mischa Peters en Harry Geels

*Hoe komt het dat Nederland met ALM verder is dan de rest van de wereld?*

Nederland was een van de eerste landen, zo niet het eerste land, dat pensioenfondsen oprichtte en het eerste land waar mensen met één voet in de praktijk en met één voet in de universitaire wereld zich op de pensioenbranche richtten. Voorbeelden van mensen zijn prof. Robert van der Meer en prof. Jean Frijns. Verder waren we het eerste land dat daaropvolgend modelbouw en computers in ALM introduceerde. Ik denk dat we dit aan Ortec kunnen toeschrijven. Hierdoor hadden we tien jaar geleden al een enorme voor-sprong. Daar komt nog bij dat in Nederland er veel kwaliteit bij de pensioenfondsen werkt. In de VS ga je op Wall Street werken, niet bij een pensioenfonds. Verder gold dat de Amerikanen de mix kozen die ze nodig dachten te hebben voor het vereiste verwachte rendement; het verlies namen ze op de koop toe. Pas in 2004 kwamen ze met Liability Driven Investing (LDI), 25 jaar na ALM, waarmee LDI veel overeenkomsten heeft. Maar ze verkopen het wel beter, die Amerikanen. (GB)

*Onlangs is er een studie van Siegel geweest in de FAJ, waarin hij beweert dat actuarissen de premie van aandelenrisico (die in ALM-studies doorgaans op 2% wordt gesteld) te laag schatten. Door deze op 2% te stellen worden aandelen in ALM-studies eigenlijk te veel afgestraft. Wat is uw mening hierover?*

Ook ik vind die 2% historisch gezien te somber, gezien de enorme groei van de wereldeconomie, die nog wel een decennium kan aanhouden. De wereldwijde vergrijzing is uiteraard een risicofactor, maar kan net zo goed als een kans worden gezien. (GB)

*Ook het nFTK (het nieuwe Financiële Toetsingkader) stelt dat er een vrij hoge buffer moet worden gesteld op het beleggen in aandelen. Gaan institutionele beleggers daardoor niet meer risicomijdend opereren*

*door meer in obligaties te beleggen (wat op de lange termijn de rendementen onder druk zet)?*

Ik denk niet dat pensioenfondsen door nFTK veel minder in zakelijke waarden zijn gaan beleggen. Het nFTK heeft voor en nadelen, maar is netto een positieve ontwikkeling. Het grootste voordeel van nFTK vind ik dat pensioenbestuurders hierdoor meer aandacht geven aan de explicitering van het strategische beleid aan het

risicomanagement. Achteraf gezien is het jammer dat eerst de kortetermijnsolvabiliteitstoets (met de vereiste buffers) is geïntroduceerd, en dat de continuïteitsanalyse nog moet komen. Voor pensioenfondsen, waarvoor immers geldt dat de gemiddelde uitkering pas na 15 à 20 jaar plaatsvindt, zou je moeten beginnen met het langetermijnbeleid, om dit vervolgens te toetsen aan kortetermijnbeperkingen. Na de val van de beurzen en van de rentes hebben we geleerd dat we de korte termijn niet uit het oog mogen verliezen, maar de korte termijn mag ten hoogste restrictief zijn, en niet doelstellend. (GB)

*Hoe ziet u de toekomst van de Nederlandse pensioenwereld?*

Over deze vraag kun je een boek schrijven. Ik noem een aantal hoofdkenmerken. Ten eerste gaan we alleen meer premie betalen als we ouder worden en niet langer willen werken, of als een wereldwijde vergrijzing leidt tot lagere rentes en lagere aandelenrendementen. Maar daar zijn de geleerden het bepaald niet over eens. Voorts staat het onomstotelijk vast dat we in de toekomst de pensioenrisico's niet meer volledig kunnen afwentelen op de werkende bevolking. Nu geldt al dat het pensioenvermogen groter is dan het bbp. Op het hoogtepunt van de vergrijzing in 2030 zal het pensioenvermogen zelfs groeien naar twee keer het bbp. In 2030 zal dus 10% pensioentekort 20% bbp vergen. Dat gaat simpelweg niet. Vandaar dat de pensioensystemen DC-elementen gaan bevatten, d.w.z. systemen met een (deels) vaste premie, die dus niet meer alle pensioenrisico's opvangt. In Nederland gaan we door de aard van de bevolking zeker niet over op individueel DC, maar vrijwel zeker wel op Collectief DC, waarmee schaalgrootte wordt gecreëerd en mensen worden beschermd tegen foutieve pensioenbeslissingen. Amerikaans onderzoek van Munnell en Sunden, en een uitgebreide enquête van DNB-onderzoekers, tonen aan dat mensen a.



hun pensioenbeslissingen niet goed kunnen nemen en b. nogal merkwaardig, hun pensioenbeslissingen niet willen nemen. Ten slotte zijn er pensioengeleerden die vinden dat de werkgever geheel uit de pensioenbranche zal verdwijnen. Ik deel die mening niet, vanwege het feit dat het pensioen, zeker in een vergrijzende samenleving, een extreem belangrijke arbeidsvoorwaarde zal blijven. (GB)

*Wat moet een klant doen waarvan de portefeuille gaat 'driften', ofwel waarvan de actuele allocatie gaat afwijken van de initiële gewichten uit de ALM-studie?*

Door koersbewegingen kan een portefeuille inderdaad van de strategische allocatie gaan afwijken. Op zich geen probleem, maar bij grote afwijkingen verandert ook het risicoprofiel van de portefeuille. Door te herbalanceren kan het portefeuillerisico dan weer in lijn met de oorspronkelijke doelstelling worden gebracht. Of en hoe vaak geherbalanceerd moet worden, is afhankelijk van verschillende factoren. Ten eerste de transactiekosten. Hoe hoger de transactiekosten, des te kostbaarder is het om te herbalanceren. Hoge transactiekosten vind je vooral bij de wat minder liquide beleggingen, zoals vastgoed en private equity. De tweede factor die van belang is bij het bepalen van de rebalancingfrequentie, is het type markt. In een trending markt kun je beter niet herbalanceren, in een mean reversion markt wel. Uit onderzoek is gebleken dat de meeste beleggingscategorieën op korte termijn (korter dan een jaar) trending zijn, terwijl er over een langere horizon sprake is van mean reversion. Dit betekent dat een rebalancingfrequentie van een jaar of zelfs langer helemaal zo gek niet is. De laatste factor is de bereidheid om risico te lopen. Afwijken van de strategische allocatie verandert het risico van de portefeuille, dat dus ook hoger kan worden. De klant moet natuurlijk wel in staat zijn om het eventuele hogere risico te dragen. Bij pensioenfondsen leidt dit immers linea recta tot hogere risico's op dekkingstekorten en mogelijk hieruit resulterende onvolledige indexatie en premiestijgingen. Ten slotte is het belangrijk dat er geen concentraties in de portefeuille ontstaan. Diversificatie is een van de krachtigste concepten binnen de theorie en de praktijk van het beleggingsvak. In een gedi-versifieerde portefeuille naar beleggingscategorieën, regio's en sectoren zullen niet snel concentraties ontstaan. Als dat toch gebeurt, is herbalanceren de manier om het risico weer te spreiden. (LvL/PM).

*Passief (met indexfondsen) of actief (alfa-genererende fondsen) de strategische portefeuille invullen?*

Actief beleid voegt risico's toe, en het totale beleg-

gingsrisico moet passen in de maximaal toelaatbare risico's ten aanzien van de dekkingsgraad, de premies en de indexaties. Of de klant daadwerkelijk actieve managers aanstelt is een keuze die we aan hemzelf overlaten. Over de toegevoegde waarde van actief beleid lopen de meningen uiteen. Robert Arnott doet een wijze uitspraak over alfa: 'The average alpha earned by the managers must be reasonably close to zero. The sensible view on alpha is to seek it, to be grateful when it is earned reliably over time, but not to assume it as part of the normal course of investing.' Wij kunnen ons hier wel in vinden. Er zijn zeker mogelijkheden om te profiteren van marktinefficiënties en extra rendement te verdienen. Een vuistregel in de pensioenbranche leert dat 1% extra rendement over de belegde pensioenpremie leidt tot een 30% hoger pensioen, of 30% lagere pensioenkosten. Extra rendementen werken dus op lange termijn erg hard door in betere pensioenen. Het is alleen geen eenvoudige taak om die marktinefficiënties te vinden. Wel is duidelijk dat sommige markten efficiënter zijn dan andere. De Amerikaanse aandelenmarkt is bijvoorbeeld erg efficiënt, die van emerging markets een stuk minder. De keuze tussen actieve fondsen en indexfondsen is dus mede afhankelijk van de markt waarin belegd wordt, en de kosten van de fondsen natuurlijk. (LvL/PM).

*Hoe staat u tegenover tactische assetallocatie, kan dit waarde toevoegen bovenop de strategische allocatie?*

Tactische assetallocatie (TAA) is een vorm van actief beleid. Hoewel uit historische data vaak een duidelijk verband te vinden is tussen de economische cyclus en de rendementen op bepaalde beleggingscategorieën, blijkt uit de praktijk dat het lastig is om met tactische assetallocatie waarde toe te voegen, omdat het slechts om een beperkt aantal beleggingscategorieën en dus een beperkt aantal beslissingen gaat (en veel data waarop de beslissingen worden gebaseerd ook nog eens vertraagd binnenkomen). Bij andere actieve strategieën, zoals aandelenselectie, is de kans om outperformance te behalen groter, daar er veel meer aandelen zijn waarmee actief beleid kan worden gevoerd. En als er veel beslissingen genomen worden, is de kans op een positief eindresultaat groter. Dit is ook de reden dat TAA-managers de laatste jaren meer aandacht besteden aan regioallocatie, sectorallocatie en valutabelissingen. Managers die een dusdanig breed TAA-beleid voeren, noemen zich global tactical asset allocation (GTAA)-managers. Deze managers hebben de afgelopen jaren goed weten te presteren, mede door het grote aantal beslissingen dat genomen wordt en een efficiënte uitvoering van de beslissingen via derivaten. Voor de particuliere belegger is het nog veel moeilijker om goed te timen. Dit heeft te maken met een kleiner aantal beslissingen dat genomen wordt, maar ook met een duurder wijze van uitvoering, veelal via fondsen (LvL/PM).