

'Het nFTK heeft nuancering nodig'

door: Gabor Mooij

De 50 jarige Guus Boender staat bekend als iemand die veel te vertellen heeft over het Nederlandse pensioenstelsel. Hij is een veelgevraagd spreker en is één van de bepalende mensen in Nederland wat Asset Liability Management (ALM) betreft. Het nieuwe Financiële Toetsingskader (nFTK) kan volgens hem wel enige nuancering gebruiken. Daarnaast is hij een voorstander van de introductie van de zogeheten collectieve defined contribution (CDC) in het Nederlandse pensioenstelsel.

In zijn werkkamer in het hoofdkantoor van ORTEC in Rotterdam kijkt Guus Boender uit op het gebouw van de Erasmus Universiteit. "Het doet me wel wat, dit uitzicht. Ik heb daar meer dan 25 jaar doorgebracht. Eerst als student en later in dienst van de universiteit. Mijn hoop is er nog eens terug te keren." Het was het begin van een carrière die hem tot één van de vooraanstaande pensioendeskundigen in Nederland heeft gemaakt.

Momenteel is de 50 jarige Guus Boender directeur van de financiële business unit van ORTEC, een bedrijf dat gespecialiseerd is in geavanceerde planningsystemen en daarvoor innovatieve software ontwikkelt. Pensioenfondsen behoren tot de belangrijke klanten van ORTEC. Daarnaast is hij hoogleraar Asset Liability Management (ALM) aan de Vrije Universiteit in Amsterdam.

Boender ziet integraal ALM, (generatie-) solidariteit en optimaal beleggingsbeleid voor pensioenfondsen en verzekeraars als zijn specialisatiegebieden. "Ik ben er best trots op dat ik over drie ogenschijnlijk aparte terreinen op pensioengebied vanuit een integrale optiek iets zinvol mag melden."

Toetsingskader

"Dit is het moeilijkste onderwerp dat we gaan bespreken", zegt Boender als hij ingaat op het nFTK. "Er is wat het nFTK betreft met name één punt dat volgens mij nuancering nodig heeft. Dat is het waarderen van de pensioenfondsen op basis van de marktwaarde met een hersteltermijn van één jaar. Je kunt grofweg stellen dat vijf procent van de waarde van de pensioenfondsen in Nederland gelijk is aan vijf procent van het BNP. Stel dat de pensioenfondsen in een bepaald jaar te maken krijgen met een tekort van vijf procent. Dan is het erg veel gevraagd dat die fondsen die vijf procent in een jaar tijd terug moeten halen. Dat trekt de economie niet."

Verder plaatst hij vraagtekens bij de dominante plaats die de marktwaarde inneemt in het nFTK. "Stel dat de heer van der Veer, de topman van Shell, een investeringsmogelijkheid heeft van tientallen miljarden dollar met een termijn van vele tientallen jaren. Hij schat het break even point in op 70 dollar per vat olie. Dan zal het echt niet zo zijn dat hij zodra de marktwaarde die 70 dollar bereikt, klaar zit om op een rode knop te drukken en het project in gang te zetten. Als je het over lange doorlopende investeringen hebt, is de marktwaarde op één bepaald moment niet van doorslaggevend belang. Bij pensioenen gaat het om zulke lange termijn investeringen."

Hij gaat verder in op zijn voorbeeld. "Stel dat Van der Veer met zijn rug tegen de muur komt te staan en de marktprijs is op dat moment tien dollar per vat. Dan zal hij echt niet wegkomen met: 'Ja, maar we hadden 70 dollar per vat als uitgangspunt genomen en niet 10 dollar'. De marktwaarde speelt dus ook een cruciale rol, met name indien de continuïteit in gevaar komt. Het gaat er dus om de juiste balans te houden tussen de lange en de korte termijn."

Hersteltermijn

Boender vindt een hersteltermijn van één jaar voor alle fondsen te zwart-wit. "Voor jonge branches met bedrijven met een relatief lage beursrating kan zo'n hersteltermijn zeer passend zijn. Deze bedrijven kunnen eerder over de kop gaan en pensioenfondsen in hun val meesleuren. Daarentegen is een hersteltermijn van één jaar veel te kort voor fondsen van 'gevestigde' branches. Voor deze fondsen is de kans verwaarloosbaar dat ze plotseling verdwijnen. Pensioenfondsen in die branches kunnen het kompas meer richten op de lange termijn. Het toezicht zou hier rekening mee moeten houden in plaats van het pensioenfonds van bijvoorbeeld een it-bedrijf hetzelfde te behandelen als een pensioenfonds voor al het overheidspersoneel."

Hoe zou het toezicht er dan volgens Boender uit moeten zien? "Mijn voorstel zou zijn om de hersteltermijn aan te passen aan de branche waar je mee te maken hebt. Oftewel, een korte hersteltermijn voor pensioenfondsen in een jonge branche, waar nog slecht zicht is op de continuïteit,

en een langere termijn voor pensioenfondsen in een gevestigde branche. Op die manier vang je de grote verschillen tussen de fondsen op.”

Marktwaaarde

Hij relateert het gebruik van het begrip marktwaaarde. “Marktwaaarde is niet gelijk aan de feitelijke waarde op de markt. Er zal nooit sprake zijn van één bedrag waarmee je een waarde kunt vastleggen. Bij een aankoop spelen altijd andere factoren mee. Verzekeraars bijvoorbeeld zijn bereid meer te betalen voor een pensioenfonds dan de formele marktwaaarde.”

Ondanks zijn kanttekeningen bij de toepassing van ‘marktwaaarde’ is Boender voorstander van het gebruik van het begrip in de pensioenwereld. “Ik vind dat alle fondsen zowel de waarde op basis van lange termijn uitgangspunten moeten publiceren als de ‘marktwaaarde’ bij de stand van de financiële markten van dat moment. Beide inschattingen geven namelijk belangrijke informatie. Fondsen die meer kunnen bouwen op continuïteit, moeten relatief meer sturen op de lange termijn. Als een pensioenfonds minder continuïteit heeft, zal het relatief meer rekening moeten houden met de marktwaaarde.”

Wat dat betreft kan Boender zich niet vinden in ideeën om de hersteltermijn voor alle fondsen op te trekken naar drie of vijf jaar. “Dat is met name onverstandig naar de minder stabiele pensioenfondsen toe. Voor deze fondsen is een termijn van één jaar uitstekend. Juist omdat hier een beleid door wordt afgedwongen dat zoveel mogelijk voorkomt dat pensioenfondsen bij eventueel faillissement van de onderneming blijven zitten met een dan onherstelbaar tekort”.

Een hybride pensioenstelsel

Hoe kijkt Guus Boender eigenlijk aan tegen de toekomst van het Nederlandse pensioenstelsel? “Op dit moment is de waarde van de pensioenverplichtingen gelijk aan het BNP. Op het hoogtepunt van de vergrijzing zal dat zelfs twee keer de waarde van het BNP zijn. Hierdoor wordt het in het huidige stelsel steeds moeilijker en op termijn onmogelijk om de pensioenrisico’s alleen door de actieven te laten opbrengen. Een misverstand is overigens dat de stijging van de waarde van de pensioenverplichtingen het ‘product’ pensioen duurder zou maken. Dit wordt alleen duurder als de rendementen structureel lager zouden worden en de mensen gemiddeld langer zouden leven dan nu wordt ingeschat.”

Een oplossing voor het probleem dat de actieven niet langer de risico’s kunnen dragen, is volgens Boender de introductie van collectief defined contribution (CDC) componenten. “Het huidige pensioenstelsel berust met name op defined benefit (DB). Hierbij ligt de hoogte van het pensioen vooraf vast. Bij defined contribution (DC) varianten ligt juist de premie vast. In zulke systemen is de onzekerheid over de uiteindelijke hoogte van het pensioen groter dan in DB-systemen, omdat de sponsor niet bijspringt als er te weinig pensioenvermogen zou zijn. Hier staat tegenover dat meevallende rendementen in CDC-systemen niet ten goede komen aan premiereducties, maar aan extra pensioen. In CDC dragen de deelnemers immers alle lasten, waardoor zij ook recht hebben op alle lusten.”

Boender is sterk voorstander van de collectieve variant van DC boven de individuele variant. “De collectieve varianten, waarin de deelnemers met name de risico’s van hun beleggingen delen, zijn veel efficiënter dan individueel DC. Bij individueel DC is elke deelnemer zelf verantwoordelijk voor het beleggingsbeleid van de pensioenpremies. De in Nederland bekende Keith Ambachtsheer becijfert het voordeel van collectieve varianten op 3% extra beleggingsrendement per jaar. Hierdoor komt een deelnemer bij individueel DC maar op de helft van het pensioen uit ten opzichte van de collectieve variant.”

Hij wil het beste van DB en CDC verenigen in een zogeheten hybride pensioenstelsel. “De werkgever loopt uitsluitend risico in het DB-gedeelte. In het CDC-deel vangen de deelnemers alle risico’s op.”

Wat is het voordeel van dit stelsel? “De premierisico’s zijn beheersbaar, waardoor de pensioenfondsen de economie niet overbelasten. Daarbij blijven de deelnemers uitzicht houden op een toereikend pensioen”.

Solidariteit

Een ander ‘hot item’ wat de toekomst van de pensioenen in Nederland betreft, is de solidariteit tussen de generaties. Jongere generaties verzetten zich in toenemende mate tegen het dragen van de pensioenlasten van de ‘babyboomers’. Boender heeft daar een dubbel gevoel over. “Aan de ene kant vind ik dat de jongeren niet moeten zeuren. Als je kijkt hoeveel wij rijker zijn geworden sinds 1950 dan zijn hun klachten misplaatst. Als je 1950 een welvaartsindex van 100 geeft dan scoren we op diezelfde index nu ruim 400. Daarnaast vind ik dat de media de jongeren dit probleem ook aanpraten.

Aan de andere kant vind ik het niet verdedigbaar dat de pensioenlasten erg hoog zijn, ook voor de jongeren, terwijl tegelijkertijd vele vijftigers nog steeds met vroegpensioen gaan.”

Optimaal beleggen: ALM en Liability Driven Investing

Hoe ziet het optimaal beleggen door een pensioenfonds er volgens Boender uit? “De basis van het beleggingsbeleid van een pensioenfonds is het vaststellen van het maximale risico met betrekking tot hoge premies, lage indexaties en dekkingstekorten. Dit bepaalt de omvang van het beleggingsrisico dat genomen kan worden en daarmee de basis van de zogeheten strategische asset allocatie. Vaak wordt de strategische asset allocatie uitgedrukt als het percentage aandelen en onroerend goed in de beleggingsportefeuille. Zeer recent is in de internationale beleggingswereld voor deze aanpak de term Liability Driven Investing geïntroduceerd. Hierbij gaat het om het inzicht dat het bij beleggingen van pensioenfondsen niet alleen draait om risico en rendement. Het gaat juist om de resulterende risico's en hoogtes van de pensioenpremies en de pensioenuitkeringen. Nederlandse fondsen, waaronder het ABP, passen dit al decennia toe onder de noemer Asset Liability Management (ALM).”

Als een fonds de strategische asset mix heeft vastgesteld, komt het volgens Boender aan op een efficiënte invulling van de beleggingsportefeuille. “Dit noemen wij de portefeuille constructiefase. In deze fase kunnen beleggers veel waarde toevoegen door ook zogenaamde alternatieve beleggingsinstrumenten in het beleggingsproces te betrekken zoals private equity en commodities. Private equity is het kapitaal dat wordt geïnvesteerd in het eigen vermogen van ondernemingen die niet op een aandelenbeurs genoteerd staan. Met commodities worden bulkgoederen bedoeld, die als grondstof voor (industriële) processen dienen, zoals olie, metalen en granen. Als ik goed ben ingelicht is het ABP zelfs de grootste belegger in commodities ter wereld.

Bij deze beleggingen gaat het niet alleen om het creëren van extra rendement, maar nadrukkelijk ook om het beperken van het risico. Commodities bezitten deze eigenschap bij uitstek. Indien de aandelenbeurzen vallen, dan blijven de grondstoffenbeurzen vaak overeind. Naast rendement geven deze beleggingsvormen dus ook extra bescherming.

Tenslotte stelt Boender dat elk beleggingsproces niet compleet is zonder goed risico management. “Risicomanagement is niet alleen bedoeld om ongelukken te voorkomen, maar juist ook om de beleggers in staat te stellen om risico te nemen waar daadwerkelijk rendement tegenover staat.”

Trots

Boender is trots op de positie die Nederland op pensioengebied inneemt: “We doen in Nederland bijvoorbeeld al twintig jaar aan ALM. Jean Frijns en Jan Goslings van het ABP waren de voorlopers op dit terrein. Daarnaast worden we bij ORTEC over de hele wereld gevraagd om kennis en software te leveren voor integraal pensioenbeleid. Dan merk je dat Nederland nog steeds een koploper is wat pensioenen betreft.”