

1. Inleiding

Vriend en vijand zal beamen dat pensioenfondsbestuurders opereren in een uitdagende omgeving. In dit hoofdstuk wordt ingegaan op welke ontwikkelingen de veranderingen in governance van pensioenfondsen bepalen, en wordt een korte schets gegeven van wat de veranderingen behelzen. Vervolgens wordt afgesloten met de vraag welke uitdagingen er als gevolg van de veranderingen in het verschiep liggen.

De uitdagende omgeving voor bestuurders kan misschien geschetst worden met een kleine inventarisatie in de media die de perceptie van deelnemers aan een pensioenregeling beïnvloedt. In het afgelopen jaar hebben sommige pensioenfondsen pensioenen al dan niet moeten korten; een trendbreuk die hard ingreep in het beeld van een pensioenfonds als solide instelling. Dit beeld wordt versterkt door de toenemende aandacht voor de kosten die pensioenfondsen moeten maken. Hoewel ze dit steeds beter in de greep krijgen, nemen de kosten ook toe. Zo professionaliseren pensioenfondsen hun besturen en trekken ze externe bestuurders aan, maar hebben de fondsen grote moeite de (toenemende) beloning voor professionele bestuurders ter sprake te brengen. Daarnaast voert de DNB een pro-actief toezichtsbeleid. Veranderingen in het toezichtskader van pensioenfondsen zelf is op zich al bijna zes jaar onderwerp van discussie, waarbij maar moeizaam consensus lijkt te ontstaan. Bestuurders opereren in het huidige toezichtskader met al zijn beperkingen; vooral de inflexibiliteit om schokken te absorberen is een probleem, waarbij economische commentatoren in toenemende mate waarschuwen voor herhaling van deze schokken, zoals een onverwachte stijging van rente of inflatie. Daarnaast zijn er zorgen over de mate van verantwoording en de kwaliteit van besturing, waardoor de Wet Versterking Bestuur in 2014 in werking is getreden en dit een verzwaring (naast beoogde versterking) van de governance betekent. De politiek heeft verder pensioenfondsen als een belangrijke speler in het herstel van de woningmarkt en economische groei aangewezen. Politieke leiders hebben al hun verwachtingen neergelegd over de bijdrages die verwacht worden. Ten slotte wordt in de media een debat gevoerd over de legitimiteit van het huidige pensioenstelsel, waarbij vormen van risicosolidariteit ter discussie worden gesteld, vooral tussen oudere en jongere generaties in een pensioenfonds.

Deze debatten komen niet uit de lucht vallen, en hebben een langere aanloopperiode. Over een tijdsbestek van tien jaar zijn de grondvesten van wat een pensioenfonds is, of zou moeten zijn, dus ingrijpend veranderd. Tabel 1 vat samen wat een pensioenbestuur de afgelopen jaren heeft toegepast of ingebed in zijn beleid en uitvoering. Behalve dat het aantal veranderingen in wet- regelgeving of richtlijnen en codes voor zelfregulering is toegenomen, zijn de consequenties en aanbevelingen zelf gaandeweg steeds verder uitgebreid en hebben ingrijpendere gevolgen voor pensioenregeling, besturing van het fonds, en de relatie met de deelnemer.

Tabel 1: Wetten, regelgeving, rapporten en richtlijnen over, voor en door de pensioenfondsensector tussen 2000 en 2012

	2000-2003	2004-2007	2008-2010	2011-2014
Wetten en regelingen	IORP (2003, Europese pensioenregelgeving)	Pensioenwet (2006, grondslag voor FTK en Pension Fund Governance). DNB (2007, Richtlijn alternatieve beleggingen)	Wetsvoorstel Koser Kaya Blok (evenredige vertegenwoordiging in bestuur) Toeslagenlabel (2009, AFM/DNB)	DNB (2011, Crisisplan) SZW (2011/12, Voorontwerp wet versterking bestuur pensioenfondsen) Alternative Investment Fund Manager Directive (2011, regulering alternatieve beleggingen) Pensioenakkoord (2011) Septemberbrief (2012) Wet versterking Bestuur (2014)

	2000-2003	2004-2007	2008-2010	2011-2014
Richtlijnen pensioenfederatie StAR		Gearriveerde toekomst (2007, toepassing duurzaamheid in beleid) Compliance en integriteit Stichting van de Arbeid, 2005, Principes voor goed pensioenfondsbestuur	2010, Richtlijnen beleggingsbeleid	2011, Richtlijnen transparantie uitvoeringskosten Code Pensioenfondsen (2014)
Onderzoeken	Cie. Staatsen (2003, taakafbakening pensioenfondsen)	Allen & Overy, Boer & Croon (2004, Pension Fund Governance)	DNB (2010, Beleggingsonderzoek) Cie. Goudswaard (2010, houdbaarheid pensioenregeling) Cie. Frijns (2010, beleggingsbeleid en risicobeheer)	AFM (2011, Beleggingskosten) DNB (2012, Onderzoek innovatieve beleggingen) DNB (2012, Thema onderzoek Bestuurlijke Effectiviteit)

De toename van wetten, regelgeving, rapporten en richtlijnen laten duidelijk achterliggende ontwikkelingen zien die bepalend zijn voor de verdere inrichting van een pensioenfonds.¹ De eerste ontwikkeling is dat het pensioenfonds misschien geen financiële organisatie is, maar wel zo aangestuurd moet worden. Daaruit vloeit de tweede ingrijpende ontwikkeling voort: als een pensioenfonds aangestuurd moet worden als een financiële organisatie, dan is de consequentie dat het sturen op risico's anders wordt ingericht. De derde ontwikkeling is dat de relatie tussen pensioenbestuurder en uitvoerder verzakelijkt. Dit heeft ook gevolgen voor de

¹ Gebaseerd op Slager, A. (2012). Wie redt de pensioenbestuurder? Oratie, Tilburg University.

inrichting van de governance van het pensioenfonds. De vierde ontwikkeling is een gevolg van de eerste drie ontwikkelingen; namelijk verandering van de deelnemer van een pensioenregeling tot een kritische consument. De pensioenbestuurder die alle stappen gezet heeft, zijn fonds aanstuurt als een professionele financiële organisatie, met heldere verdeling van risico's, verantwoordelijkheden en rollen, loopt het risico dat de deelnemer uiteindelijk dit niet vertaalt in meer vertrouwen in het pensioenfonds en regeling, hoewel het hier wel om te doen is geweest.

Dit hoofdstuk werkt de vier ontwikkelingen uit. Vervolgens wordt ingegaan op de belangrijkste wijzigingen in de governance van pensioenfondsen met de introductie van de Wet Versterking Bestuur pensioenfondsen, en wordt afgesloten met een inschatting welke (nieuwe) uitdagingen er als gevolg van de veranderingen er in het verschiet liggen.

2. Eerste ontwikkeling: pensioenfonds van fonds naar financiële intermediair

De eerste, fundamentele ontwikkeling is dat het pensioenfonds misschien geen financiële organisatie is, maar wel zo aangestuurd moet worden. Een pensioenfonds is een rechtspersoon waarin ten behoeve van de deelnemers, gewezen deelnemers of hun nabestaanden geld wordt bijeengebracht en wordt beheerd voor de uitvoering van ten minste één basisregeling.² Het innen van pensioenpremies, beleggen van gelden en uitkeren van pensioenen plaatst een pensioenfonds dus in eenzelfde perspectief als banken, verzekeraars, en vermogensbeheerders. Zij zijn financiële intermediairs, bemiddelaars.³ Financiële organisaties kunnen veranderen, maar de functies die hierachter zitten, zijn vrij bestendig over tijd. Vijf functies voor een pensioenfonds zijn bepalend voor de governance; deze werken we kort uit waarbij het verlagen van transactiekosten en het verkleinen van informatieasymmetrie als belangrijkste toegevoegde waarde wordt gezien.⁴

2.1 Transactiekosten en schaalvoordelen

Een deelnemer die voor zijn eigen pensioen wil zorgen, kan rechtstreeks naar de kapitaalmarkt gaan, en daar financiële instrumenten aanschaffen. Pensioenfondsen kunnen echter de inleg van pensioenpremies bundelen en financiële transacties aangaan die een individueel persoon niet zou kunnen. Veel beleggingsmogelijkheden komen pas in zicht als een minimale investeringsgrootte wordt overschreden. Dit argument is in de afgelopen jaren afgezwakt; de financiële markten hebben,

2 Pensioenwet, hoofdstuk 1, § 1.1 Begripsbepaling. www.wetten.overheid.nl/BWBR0020809/Hoofdstuk1/11/Artikel1/geldigheidsdatum_14-06-2014.

3 Zie bijvoorbeeld Schoemaker, D. & Sassen, J.C. Het Pensioenfonds als Financiële Instelling, in R.H. Maatman et al. (red.), *Onderneming en Pensioen*. Deel 64. Kluwer.

4 Bhattacharya, S., & Thakor, A.V. (1993). Contemporary banking theory. *Journal of Financial Intermediation*, 3, 2-50. Zie ook Santomero, A.M. (1984). Modeling the banking firm. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 16, 576-602.

door vergaande automatisering en verhandelbaarheid, de minimale drempel van veel beleggingen verlaagd. Een belangrijker aspect van bundeling is daarom het directe voordeel dat wordt gerealiseerd. Door centraal de pensioenpremies te innen, te administreren en transacties aan te gaan op financiële markten, kunnen schaalvoordelen worden gerealiseerd. Voor de administratiekant van een pensioenfonds lijken die duidelijk te bestaan.⁵

2.2 Overdracht van middelen in de tijd

Een deelnemer legt pensioenpremies in op een moment dat hij het nog niet nodig heeft; consumptie vindt pas over enkele decennia plaats. Pensioenfonds moeten dus een transformatie over tijd uitvoeren; de deelnemer ruilt als het ware een pensioenpremie in voor een claim voor betaling over dertig tot veertig jaar. Dit doet zij door middel van risicotransformatie. Pensioenpremies, in de vorm van kasgeld met een bijbehorend lage looptijd en laag risico, worden getransformeerd in financiële instrumenten met een lange looptijd en hoger risico. Aan het einde van de looptijd, als de deelnemer pensioenuitkeringen verwacht, wordt een deel van deze financiële instrumenten weer verkocht om de pensioenuitkering te voldoen. Het bundelen, en vervolgens ‘ontbundelen’ van risico’s is dus een kernproces voor een pensioenfonds.⁶ De lengte, en duur van deze transformatie volgen uit de aard en opzet van de pensioenregeling. Een randvoorwaarde is dat alle betrokkenen vertrouwen hebben in het institutionele kader dat ervoor moet zorgen dat de organisatie die over dertig tot veertig jaar de pensioenen uitkeert nog zal bestaan.

2.3 Risicomanagement

Als een pensioenfonds een transformatie van risico’s opzet, dan is het plausibel dat het fonds dit risico alleen maar aangaat als het verwacht hiervoor beloond te worden. Maar de aankoop van financiële instrumenten die deze risicotransformatie tastbaar maken, of het aangaan van verplichtingen in de toekomst, creëert niet-beoogde zijeffecten. Beleggingen in een ander land scheppen bijvoorbeeld valuta- of landenrisico. De belangrijkste vormen van risicomanagement voor een pensioenfonds is om onnodig risico te vermijden, risico’s te delen met de deelnemers, de risico’s te verplaatsen naar andere participanten op de financiële markten, of het risico actief in de organisatie te absorberen en aan te sturen. Onnodige risico’s vermijden kan door goede *due diligence*-standaarden, of portefeuillediversificatie.⁷ Risico wat inconsistent is met de gewenste eigenschappen of systematische kenmerken, wordt vermeden. Een fonds kan ook de risico’s delen met de deelnemers, door bijvoorbeeld een voorafbepaalde kasstroom aan uitbetalingen, welke niet afhankelijk is van de balans van het fonds, te veranderen in uitbetalingen die wel afhankelijk zijn van de ontwikkeling van de balans van het fonds. Een

5 Cf. Bikker, J.A., Steenbeek, O.W., & Torracchi, F. (2012). The Impact of Scale, Complexity, and Service Quality on the Administrative Costs of Pension Funds: A Cross-Country Comparison. *Journal of Risk and Insurance*.

6 Merton, R.C. (1995). A Functional Perspective of Financial Intermediation. *Financial Management*, 24 (Summer).

7 Allen, F., & Santomero, A.M. (1997). The theory of financial intermediation. *Journal of Banking & Finance*.

pensioenfondsen kan de risico's ook verplaatsen naar andere participanten op de financiële markten. Een pensioenfonds dat uitbetalingen in de toekomst aangaat, stelt zich bijvoorbeeld bloot aan veranderingen in de rentevoet. Door middel van derivaten als swaps kan het risico gemitigeerd worden. Als een pensioenfonds geen duidelijk voordeel heeft dit risico zelf te nemen, of het vermogen niet heeft om het risico te absorberen, dan is dit een voor de hand liggende stap. Ten slotte blijven er nog de risico's over die het fonds moet, of wil absorberen. Deelnemers met een op maat gemaakte pensioenregeling hebben een zodanig risicoprofiel dat dit contract niet verhandeld of verkocht kan worden aan andere marktparticipanten, en daarom op de balans van het pensioenfonds moet staan.

2.4 Informatieasymmetrie

Een pensioenfonds reduceert de informatiever verschillen die de optimale overdracht van besparingen naar beleggingen in de weg staan. Deelnemers hebben niet het inzicht in de beleggings- en investeringsmogelijkheden die de participanten op de kapitaalmarkt zelf wel hebben. Dit inzicht kunnen de deelnemers zich ook niet, of alleen tegen hoge kosten, verwerven. Pensioenfondsen zorgen ervoor dat de overdracht van pensioenbesparingen naar beleggingen plaatsvindt, of naar vermogensbeheerders die vervolgens weer beleggen, op voorwaarde dat die voor deelnemers aanvaardbaar zijn, en monitoren het verloop ervan. Dit is geen overbodige luxe. Problemen ontstaan omdat contractpartijen elkaar niet altijd eenvoudig kunnen observeren en controleren, zeker als een partij die betrokken is bij de financiële transactie informatie heeft die de andere partij niet heeft, of als de ene partij optreedt als een agent.

2.5 Financiële partij

Ten slotte treedt het pensioenfonds op als partij in de financiële markten. Het pensioenfonds, door op te treden als koper en verkoper, helpt om betere prijzen tot stand te brengen of soms gewoonweg initiële prijzen in markten te creëren waar dat eerst niet lukte, wat de efficiëntie van de markten, en daarmee de allocatie van schaarse middelen ten goede komt. De eerdergenoemde schaalgrootte, en de transformatie van middelen over tijd, creëren voor pensioenfondsen toegang tot investeringsmogelijkheden die door hun aard en karakter er anders niet geweest waren, maar wel welvaartsverhogend kunnen werken. Dit is de economische rationale om pensioenfondsen te betrekken in investeringsinitiatieven voor bijvoorbeeld de hypotheekmarkt of andere langetermijninvesteringen.

3. Tweede Ontwikkeling: Sturen op risico's

Als een pensioenfonds een financiële intermediair is, en een van haar belangrijkste taken de risicotransformatie is, dan ligt voor de hand dat explicieter op risico's gestuurd wordt. Maar dit leidt tot de vervolgvraag wat dat risico nu precies is, en

van wie het is. Daarmee kan duidelijkere toedeling plaatsvinden onder de belanghebbenden, als er goede resultaten met de inzet van risico worden gehaald, maar ook in slechte tijden, als de pijn verdeeld moet worden. Deze vraag is vooral actueel sinds 2008, als duidelijk wordt na vier slechte jaren dat toekomstige rendementen wel erg veel moeten compenseren. Tegelijkertijd neemt de effectiviteit af voor het opvangen van vergrijzing en opvangen van schokken, omdat het risicodragend kapitaal van het pensioenfonds kleiner wordt. Het betekent vooral dat een pensioenbestuurder duidelijker moet sturen op neerwaarts risico,⁸ wat pas mogelijk is met een zogenaamd compleet contract, waarbij het totale (meetbare) risico geborgd is bij de werkenden, de niet-werkenden, de sponsoren, en de mate waarin het fonds solvabiliteitsrisico wil, en mag lopen.⁹ Een compleet contract is niet genoeg voor een pensioenfonds met een lange horizon; er moeten ook additionele disciplinerende prikkels worden ingebouwd. Als we ter illustratie de vergelijking met een andere financiële intermediair zouden maken, dan is het voor een bank evident dat op neerwaarts risico gestuurd wordt. Het verdienmodel van een bank is erop gebaseerd dat zij met een beperkt kapitaal een veelvoud aan kredieten uitleent. Als klanten er geen vertrouwen meer in hebben, kunnen zij hun geld van de bank halen. Een zogenaamde *bank run* is uiteindelijk het gevolg, met alle ellende van dien. Met andere woorden, klanten disciplineren de bank in hoever ze met risico kan gaan. Een pensioenfonds voelt deze druk niet, zeker niet op korte termijn. Klanten kunnen door de verplichtstelling bij pensioenregelingen niet weglopen, als het eigen vermogen van het pensioenfonds tijdelijk negatief is. De afwezigheid van deze druk creëert voor pensioenfondsbestuurders een oneigenlijke prikkel om sterker in te zetten op de lange termijn dan nodig is, om zo moeilijke besluiten uit te stellen, waarbij actief gebruikgemaakt wordt van tijdsverdisconting. Het stellen van duidelijke risicogrenzen, in welk toezichtskader dan ook, is een voor de hand liggende aanpak.

Dat neemt niet weg dat expliciet sturen op risico's lastig is. Zelfs al zouden risico's geëxpliciteerd worden, dan is de beleving ervan verschillend. Als risico nu een duidelijke eenheid was, zoals een kilo suiker of een liter melk, dan zou hiermee het werk gedaan zijn. Het maakt niet uit hoeveel handen het pak melk hebben aangepakt, aangenomen dat ze er niet van drinken, een liter blijft een liter. Met risico's ligt het iets anders. De maatstaven kunnen veranderen, en of het veel of weinig is, hangt sterk af van de belanghebbenden die ermee bezig zijn. Beslissers hebben bovendien te maken met tal van gedragspsychologische valkuilen rondom de perceptie en sturing van risico's. Ten slotte hebben belanghebbenden vaak ook niet een gedeeld beeld over risico's. De deelnemer heeft een andere risicoperceptie dan de sociale partners die namens hem onderhandelen, maar ook het pensioenfonds dat de opdracht aanneemt, en weer uitzet bij de vermogensbeheerder. Een gevolg is dat een pensioenfondsbestuur in de toekomst sterker aangesproken zal

8 Frijns, J., Nijssen, J.A., & Scholtens, L. (2010). Pensioen: onzekere zekerheid.; Kocken, T. P. (2006). Curious Contracts.

9 Boender, G., Bosma, B., & Bovenberg, L. (2011). Het gebruik van ALM-modellen (p. 1-55). Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement.

worden op zijn beleggings- en risicomanagementkwaliteiten. En dat is een opmaat naar de derde ontwikkeling: de veranderende verhouding tussen pensioenbestuurder en vermogensbeheerder.

4. Derde ontwikkeling: verzakelijking uitvoeringsrelatie

Als een pensioenfonds helder heeft welk doel het heeft, hoe en in welke mate het de risicotransformatie inricht voor haar deelnemers, en als de deelnemers dit ook zo ervaren, dan is een pensioenfondsbestuur een eind op weg. De risicotransformatie wordt handen en voeten gegeven door ze te gieten in beleggings- en risicomanagementstrategieën. Een bestuurder doet dat niet alleen. Het pensioenfonds delegeert de uitvoering aan de uitvoerder, een externe partij die de keuze en uitvoering van beleggingsstrategieën op zich neemt.

Pensioenfondsen zijn in hoge mate afhankelijk van hun uitvoerder.¹⁰ Het beheer van vermogen wordt over het algemeen overgelaten aan de uitvoerder; het aantal Nederlandse pensioenfondsen dat binnen de eigen organisatie beleggingen beheert, is sterk in de minderheid en neemt door consolidatie in rasse schreden verder af. Tegenwicht ten opzichte van de uitvoerder organiseert het pensioenfondsbestuur vervolgens door de beleggings(advies)commissie in te richten, en/of het pensioenbureau op te zetten. Beide organen zijn in de afgelopen jaren opgericht, of verzaard. Beleggen is immers een gespecialiseerd vak, waar het tijd kan kosten om uit de talloze mogelijkheden wijs te worden. Laat de rendementskansen aan de specialisten over, is de basisgedachte. Daarnaast zou uitbesteding kunnen betekenen dat de vermogensbeheerder vermogens van meerdere fondsen combineert, zijn inkoopkracht verhoogt en daarmee de kosten verlaagt, die (vanzelfsprekend) weer doorgegeven worden aan het pensioenfonds en de deelnemer.

In de dagelijkse praktijk van de uitvoering hebben bestuurders de afgelopen decennia de kosten en de complexiteit van hun beleggingen echter zien toenemen. Ook de inkomsten van vermogensbeheerders, hun adviseurs en andere tussenpersonen zijn voortdurend gegroeid, ondanks het feit dat zij niet in staat zijn gebleken de verwachte rendementen te realiseren. Hier komt een fundamentele vraag naar boven: hoe weet je of een uitvoerder het beste voorheeft met het pensioenfonds?

Pensioenfondsen weten eigenlijk niet of een uitvoerder het beste voorheeft met de beleggingen van het pensioenfonds, als van tevoren niet echt duidelijk is wat een pensioenfondsbestuur belangrijk vindt bij de beleggingen, en wat een uitvoerder belangrijk vindt bij de beleggingen. Daartussen zit per definitie een verschil, wat bekend staat als het principaal-agentprobleem. Het pensioenfondsbestuur is de opdrachtgever (principaal), die de vermogensbeheerder (als agent) inhuurt. De

¹⁰ Zie ook Bovenberg, A.L., Maatman, R.H. & Winter J.W. (2011). Governance van Pensioenuitvoering, in R.H. Maatman et al. (red.), Onderneming en Pensioen. Deel 64. Kluwer.

vermogensbeheerder weet echter meer van de activiteiten die hij uitvoert dan de bestuurder. Er is sprake van informatieasymmetrie, en de vraag die dan op tafel ligt is of, en hoe de vermogensbeheerder hier gebruik van gaat maken. Tenzij het pensioenfonds perfect toezicht op de beheerder uitoefent en/of een waterdicht contract heeft afgesloten, kan de beheerder zijn eigen belang nastreven en ten koste van het pensioenfonds extra inkomen voor zichzelf genereren.¹¹

Een pensioenfonds is een opeenstapeling van principaal-agentrelaties. De belangrijkste relatie is natuurlijk die van de deelnemer als principaal, en de pensioenfondsbestuurder als agent. De pensioenbestuurder op zijn beurt treedt bij de beleggingen op als principaal, en de uitvoerder als agent. Daar houdt het niet bij op. De uitvoerder kan zelf beleggen, of de beleggingen op zijn beurt weer uitbesteden. De volgende principaal-agentrelatie is geschapen, laat staan als deze vermogensbeheerder weer zelf de beleggingen uitbesteedt. Zo ontstaat een lange keten, waar het pensioenfondsbestuur buiten het beleid om nagenoeg alle uitvoeringsstappen aan derden uitbesteedt, en alleen de regie over het proces houdt.

Pensioenbestuurders richten zich in hun beleid op het beheersen van al deze principaal-agentrelaties, door het ontwerpen van goede wederzijdse controle en evenwicht, en het beheersen van problemen als ze opkomen. De eerste stap is alle principaal-agentrelaties in kaart te brengen. Naarmate ze verder in de keten zitten, zijn ze duidelijker in kaart te brengen, maar staan ze verder af van de pensioenbestuurder, is de kans op ongewenste resultaten groter, en tegelijkertijd neemt de bijdrage van elk van die stappen verder af. De pensioenbestuurder heeft vervolgens drie middelen om deze keten te beheersen: de eerste is om strikte contracten te maken. De tweede is de prikkels te organiseren die de agenten in de keten hebben. De derde is ten slotte om derden in te schakelen, binnen of buiten het fonds, om dit te monitoren.¹² De veronderstelling bij strikte contracten is dat ze duidelijkheid scheppen, en zo voor een raamwerk zorgen dat duidelijk gemonitord wordt. De meeste pensioenfondsen verlenen kortlopende mandaten, met regelmatige tussentijdse evaluaties. Verder legt het pensioenfonds de beheerder beperkingen op door in het contract aan bepaalde praktijken strenge voorwaarden te verbinden. Dit alles gebeurt om te voorkomen dat beheerders overgaan tot provisiejagen: extra transacties uitvoeren om de transactiekosten en daarmee de eigen winst op te schroeven. Als er echter iets plaatsvindt wat niet in het contract voorzien is, kan de vermogensbeheerder een afwachtende houding aannemen – het is immers zijn probleem niet.

Daarnaast, of beter gezegd daar bovenop, kan zij aanvullende beloningen introduceren: de “wortel-en-stok”-methode. Bied de juiste financiële prikkels, en de vermogensbeheerder zal zijn uiterste best doen om de resultaten te halen. Bovendien trekken zulke financiële prikkels de juiste mensen aan, die hiervoor willen

11 Davis, E.P., & Steil, B. (2004). *Institutional Investors*. MIT Press.

12 Deze aanpak leidt tot paradoxale oplossingen, zie bijvoorbeeld Rahman, D. (2012). But Who Will Monitor the Monitor? *American Economic Review*, 102(6), 2767-2797. doi:10.1257/aer.102.6.2767.

gaan. Variabele beloning leidt tot allerlei andere onbedoelde zijeffecten – los van het feit dat het een erg gereduceerd wereldbeeld van de mens is.¹³ Neem bijvoorbeeld de beheerder die aan het eind van het jaar een vergoeding krijgt in de vorm van een percentage van het overrendement dat hij of zij dat jaar heeft verdiend. Als de beheerder halverwege het jaar een flink verlies boekt, dan is de kans groot dat het pensioenfonds, wat er dicht bovenop zit, met ontslag van het mandaat dreigt. De beheerder ziet dit ook; de verleiding is dan erg groot om in de tweede helft van het jaar grotere, en misschien wel te grote, risico's te nemen om het verlies weer goed te maken.¹⁴ Zou dit goed uitpakken, dan is het mandaat gered, gaat het mis, dan was hij het mandaat toch kwijt. Het tegenovergestelde vindt plaats als een vermogensbeheerder wel zijn doelen zou halen. Als dit het geval is, is de prikkel om door te werken voor het fonds beperkt. Een onbevredigende situatie voor alle betrokkenen.

Dit soort contracten en performance-evaluaties met een korte looptijd suggereren een hoge mate van “in control”, maar staan in schril contrast met de aard van de verplichtingen van pensioenfondsen, die vaak een looptijd van 25 jaar of langer hebben. Een treffend voorbeeld voor deze spagaat is onderzoek naar het effect van ontslag en aanname van vermogensbeheerders, een van de belangrijke keuzes die pensioenfondsbesturen maken. Empirische onderzoeken naar de resultaten van het inhuren en ontslaan van externe beheerders door institutionele beleggers zijn beperkt.¹⁵ De gemiddelde duur van de mandaten neemt af, en het aantal mandaten per beleggingscategorie neemt juist toe.¹⁶ Er wordt vaker van managers gewisseld; wat ook een versterkend effect heeft op de omloopsnelheid. Busse, Goyal en Wahal onderzoeken Amerikaanse institutionele beleggers tussen 1994 en 2003, en signaleren dat nieuwe externe beheerders worden ingehuurd na een periode van hoge positieve toegevoegde waarde (de “outperformance” ten opzichte van de benchmark), vergeleken met die van de huidige externe beheerder. Deze outperformance verdwijnt echter nadat de nieuwe externe beheerder is ingehuurd; de beheerder die ontslagen is, laat op zijn beurt weer extra performance zien. De onderzoekers schatten in dat de gemiste kosten door ontslag en selectie, boetes en transitie tezamen voor een beleggingsmandaat kunnen oplopen tot 5-10%. Als institutionele beleggers hun beslissingen om managers te ontslaan of inhuren vooral gebaseerd is op gerealiseerde performance, dan blijkt volgens Goyal en Wahal het verschil nog groter. De vraag die dus rijst, is of de prikkels die in het systeem zitten, die bij de vermogensbeheerder tot onnodige transacties leiden, en bij het pensioenfonds tot onnodige wisseling van vermogensbeheermandaten, achteraf gezien

13 Zie ook Van Dalen, H. (2010). Het stille onbehagen. Tilburg University.

14 Elton, E. J., Gruber, M. J., & Blake, C. R. (2003). Incentive fees and mutual funds. *The Journal of Finance*, 58(2), 779-804.

15 Busse, J.A., Goyal, A., & Wahal, S. (2010). Performance and persistence in institutional investment management. *The Journal of Finance*, 65(2), 765-790; Gallagher, D.R. (2003). Investment manager characteristics, strategy, top management changes and fund performance. *Accounting & Finance*, 43(3), 283-309.

16 Dishy, E., Gallagher, D., & Parwada, J. (2006). Institutional investment flows and fund manager turnover: Evidence from pension plan mandate. Working Paper.

onnodig zijn voor het behalen van de fondsdoelstellingen, waarmee de pensioenbestuurder zich onnodig werk op de hals haalt. Mede op basis van deze inzichten neemt de roep tot “langetermijn”beleggingen en investeringen bij pensioenfondsen toe, en worden allerlei fondsen met dit oogmerk opgericht, zonder dat overigens voor alle betrokkenen duidelijk is wat hieronder verstaan wordt.¹⁷

5. De vierde ontwikkeling: de toenemende rol van de deelnemer

Een pensioenfonds is een organisatie opgericht voor de deelnemer, op basis van geld dat bijeengebracht is door deelnemers. De uitdaging waar pensioenbestuurders voor gesteld worden, is dat zij als betrokken en verantwoordelijke bestuurders alles in het werk zullen stellen om, in naam van de deelnemer, het pensioenfonds verder te professionaliseren, scherper te sturen op de beleggingen en risico's, de verantwoording beter te regelen, en met duidelijke contracten te werken. Kortom, de drie ontwikkelingen die geschetst zijn. Deelnemers, in wiens naam dit allemaal gebeurt, lijken dit (nog) niet te vertalen in meer vertrouwen in hun pensioenregeling. Maar vertrouwen komt namelijk te voet en vertrekt te paard; cognitieve factoren spelen hierbij een belangrijke rol.¹⁸ Gebeurtenissen die afbreuk doen trekken meer aandacht en zijn vaak zichtbaarder dan positieve gebeurtenissen. Deelnemers geven een zwaarder gewicht aan negatieve dan aan positieve gebeurtenissen. De demonstraties op het Museumplein in 2004 tegen de pensioenplannen zijn onderdeel van het collectieve geheugen; de verdergaande positief bedoelde maatregelen om pensioenfondsen verder te professionaliseren zijn alleen bekend binnen de sector. Onderzoek wijst erop dat bronnen met negatieve informatie als betrouwbaarder worden ervaren en langer blijven hangen. Langdurig achterblijvende rendementen, crisissfeer en de aanhoudende berichten in kranten over wel of niet mogelijke kortingen, helpen dus totaal niet.

Deelnemers hebben duidelijk nog steeds meer vertrouwen in pensioenfondsen dan in banken en verzekeraars,¹⁹ een patroon wat al meerdere jaren zichtbaar is. Vertrouwen van de deelnemer in een pensioenfonds is extreem belangrijk. Koop nu, betaal nu en krijg het product veertig jaar later. Misschien niet de beste slogan, maar wel de kern bij een pensioenproduct. Pensioen heeft typisch een groot gat tussen de initiële aankoop en de uiteindelijke consumptie ervan. Consumenten zijn alleen bereid decennia geduldig te overbruggen als zij een hoge mate van vertrouwen hebben in de financiële organisatie die het geld beheert en een hoge mate van vertrouwen in de politici en toezichthouders die de regels bepalen voor de organisatie en het toezicht erop houden.

17 Zie bijvoorbeeld de G20-OECD High-level Principles of Long-term Investment Financing by Institutional Investors; www.oecd.org/finance/principles-long-term-investment-financing-institutional-investors.htm.

18 Slovic, 1993, geciteerd in Kramer, R.M. (1999). Trust and distrust in organizations: Emerging perspectives, enduring questions. *Annual Review of Psychology*.

19 Van Dalen, H.P., & Henkens, K. (2012, February 17). Concurrentie om vertrouwen in de pensioenmarkt. *Economisch Statistische Berichten*, jaargang 97, 102-105.

De consument is niet of nauwelijks in staat om de baten van het pensioenproduct goed in te schatten, in tegenstelling tot producten die hij bijvoorbeeld meteen consumeert. De consument bouwt immers weinig ervaring op over het pensioenproduct. Volgens het CBS blijft een werknemer gemiddeld zeven jaar bij dezelfde werkgever; over een periode van veertig jaar komt hij dan maximaal vijf- tot zesmaal in aanraking met het fenomeen pensioen. Dit is overigens niet ongewoon. Naarmate de waarde van een product groter is, neemt het aantal transacties af, en daarmee de mogelijkheid er ervaring mee op te bouwen. Wij kopen elke dag brood bij de bakker, maar kopen slechts incidenteel een auto of een huis. Het pensioenproduct is daarom wat in de literatuur een geloofsproduct wordt genoemd, een *credence good*. In plaats van zich te verdiepen in pensioen, zal de deelnemer kenmerken van de organisatie interpreteren als kwaliteitskenmerken van het pensioenproduct.²⁰ Een goede, degelijke organisatie kan niet anders dan degelijke producten maken, een organisatie die met regelmaat de krantenkoppen haalt zal waarschijnlijk niet erg betrouwbaar zijn.

Van Dalen en Henkens onderzoeken ook welke factoren het vertrouwen bepaalt van deelnemers in de pensioenfondsen. Stabiliteit van het fonds is een van de belangrijkste redenen (consumenten willen immers graag risico's vermijden) op de voet gevolgd door eerlijkheid. Deskundigheid en centraal stellen van de klant worden als minder belangrijk gezien. Als eigenschappen als stabiliteit en eerlijkheid leidend zijn, dan is het zorgelijk voor vertrouwen als tussentijds de kenmerken van het pensioenproduct veranderd worden, of dat het product kenmerken krijgt waarbij de eerlijkheid onder druk lijkt te staan. Over een periode van tien jaar zijn veel pensioenregelingen op basis van het laatstverdiende loon versoerd naar pensioenregelingen op basis van een gemiddeld opgebouwd loon. Deelnemers kregen te horen dat deze eenzijdige aanpassing van de productkenmerken een goede zaak was, en zeer zeker niet als versoering moest worden gezien. Desondanks, of misschien wel juist hierdoor, is het vertrouwen van deelnemers in hun pensioenfondsen met ruim een derde afgenomen sinds 2007,²¹ en lijkt zich niet substantieel te herstellen.

Hoewel de uitkomst van het pensioenakkoord nog veel kanten op kan gaan, worden de volgende generatieaanpassingen ingrijpender, zonder dat de deelnemer ook daar invloed op heeft. Dat luidt het figuurlijk einde in van de deelnemer, en introduceert de geboorte van de belegger. Merton²² maakt bij financiële producten een onderscheid tussen een consument en belegger. Op het moment dat de aanschaf van het product duidelijk voorafvastgelegde kasstromen betreft waarbij de reden of moment van ingang vooraf is afgesproken, dan hebben we te maken met een consument die een financieel product koopt. De uitbetaling is immers niet

20 Llewellyn, D. (2005). Trust and Confidence in Financial Services: A Strategic Challenge. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 13(4, October), 333-346.

21 Van Dalen, H.P., & Henkens, K. (2012, February 17). Concurrentie om vertrouwen in de pensioenmarkt. *Economisch Statistische Berichten*, jaargang 97, 102-105.

22 Merton, R.C. (1995). A Functional Perspective of Financial Intermediation. *Financial Management*, 24 (Summer).

gekoppeld aan het wel en wee van de financiële intermediair. Dit is waarschijnlijk de perceptie van veel deelnemers, hoewel daar sinds 2007 toch stelselmatig aan de sector gewerkt is om deze verwachtingen bij te stellen. Anders wordt het als de uitbetaling van het product wel meebeweegt met het wel en wee van de financiële intermediair. Denk aan een Collectief Defined Contribution-regeling waar veranderingen van de pensioenaanspraken grotendeels plaatsvinden uit hoofde van behaalde rendementen door het pensioenfonds. De consument krijgt daarmee een claim op een deel van de balans van de financiële intermediair. De deelnemer wordt kortom investeerder, in plaats van consument. Dit is misschien goed voor de *financiële* stabiliteit van het pensioenfonds, maar slecht voor de *perceptie* van stabiliteit, een belangrijke reden van deelnemers om pensioenfondsen te vertrouwen. Ook hierop kan een pensioenbestuurder aandragen dat de deelnemer altijd al investeerder was, maar dat het nooit zo geëxpliciteerd was. Dat is misschien zo, maar dit verzacht het effect op de perceptie van deelnemers over het pensioenfonds niet.

Wat zou de reactie van de consument in extreme vorm kunnen zijn als het vertrouwen verder afneemt? Hij heeft voorkeur voor de optie die hem de meeste controle oplevert. Liever dat hij het zelf kan regelen, met alle beperkingen van dien, dan een speelbal te zijn van politieke en financiële partijen. Het publieke debat om het voortbestaan van het collectieve pensioenstelsel te borgen zal paradoxaal – door de toenemende onzekerheid – de tegenovergestelde conclusie bij de consument losmaken. De behoefte aan controle wordt overheersend, met een sterke voorkeur voor individuele pensioen- en beleggingsplannen.²³

6. Veranderingen in de governance

Dit hoofdstuk schetst vier ontwikkelingen – de aansturing van een pensioenfonds als een financiële organisatie; de inrichting en sturing op risico's; de verzakelijking in de governance van de relatie tussen pensioenfondsbestuur en de uitvoerder; en de veranderende zienswijze van de deelnemer ten opzichte van het pensioenfonds.

Deze ontwikkelingen vormen het raamwerk waarmee de aansturing van pensioenfondsen wordt aangepast. Het huidige paritaire bestuursmodel wordt aangepast omdat taken, bevoegdheden en daarmee zeggenschap naar andere organen worden geschoven. Tabel 2 geeft schetsmatig een overzicht van de vijf bestuursmodellen die mogelijk zijn:

²³ Zie bijvoorbeeld "JOVD, Jonge Socialisten en Jonge Democraten gezamenlijk voor nieuw pensioenstelsel", 26 mei 2013, persbericht, geraadpleegd op www.jovd.nl/index/1770/1770/Persberichten.html.

Tabel 2 Bestuursmodellen

Model	1. Paritair	2. One-tier-board: omgekeerd gemengd model	3. One-tier-board: paritair gemengd model	4. Onafhankelijk model	5. One-tier-board: onafhankelijk gemengd model
Bestuur	Max. 2 externen, werkgevers, werknemers, pensioenge-rechtigden	Uitvoerende bestuursleden: externen Niet uitvoerende bestuursleden met toezichtstaak: belanghebbenden en onafhankelijk voorzitter	Max. 2 externen Uitvoerende bestuursleden: belanghebbenden Niet uitvoerende bestuursleden met toezichttaak: min. 3 externen	Min. 2 externen	Uitvoerende bestuursleden: min. 2 externen Niet uitvoerende bestuursleden met toezichttaak: min. 3 externen
Intern toezicht	Visitatiecommissie of Raad van Toezicht	Visitatiecommissie of Raad van Toezicht	Niet uitvoerende bestuurders	Niet uitvoerende bestuurders	Niet uitvoerende bestuurders
Verantwoording	Verantwoordingsorgaan	Belanghebbendenorgaan	Belanghebbendenorgaan	Belanghebbendenorgaan	Belanghebbendenorgaan

Volgens deze modellen kan dus gekozen worden tussen een bestuur met vertegenwoordigers van belanghebbenden van het pensioenfonds, of een bestuur dat bestaat uit professionele pensioenfondsbestuurders. Daarnaast kan het interne toezicht apart worden geregeld met een visitatiecommissie of Raad van Toezicht, of binnen het bestuur via een van de drie one-tier board-modellen (modellen 3, 4 en 5). Het type bestuursmodel bepaalt of er verantwoording wordt afgelegd aan het verantwoordingsorgaan of het belanghebbendenorgaan. Naast de taak om een oordeel te geven over het handelen van het bestuur krijgen de organen ook verschillende adviesrechten.²⁴

Pensioenfondsen moeten per 1 juli 2014 voldoen aan deze nieuwe governance-eisen. In het kielzog hiervan is ook de Code Pensioenfondsen vastgesteld. De Code is ontwikkeld om de kwaliteit van het functioneren van het pensioenfondsbestuur te

²⁴ Bron: Pensioenfederatie, themapagina Bestuur Pensioenfondsen. www.pensioenfederatie.nl/services/themes/Pages/Bestuur_pensioenfondsen_85.aspx. Zie ook Bianca van Tilburg, juli 2013. Governance Pensioenfondsen per 1 juli op de schop! Pagina 14 en 15, De Actuaris.

verbeteren en het vertrouwen van de deelnemers in het pensioenfonds te vergroten. Deze Code heeft een “pas toe of leg uit”-principe. Een pensioenfondsbestuur moet in het jaarverslag toelichten wat de reden van afwijking is.

Interessant is dat pensioenfondsen wel een keuze hebben moeten maken in het bestuursmodel, maar dat dit vooruitloopt op de keuzes die het pensioenfonds moet maken over het pensioencontract, waarvan de invoeringsdatum nog niet helder is. Een keuze voor aanpassingen in het contract en de manier van risicodeling tussen de belanghebbenden, moet immers invloed hebben op de gewenste vorm van zeggenschap en heeft daarmee impact op de keuze voor het bestuursmodel – “structure follows strategy”.

7. Conclusie: klaar of nieuwe uitdagingen?

Zijn de veranderingen in governance afdoende om de vier geschetste ontwikkelingen in de pensioensector en maatschappij de komende jaren het hoofd te bieden? Met de nieuwe bestuursmodellen, waarbij nieuwe vormen van besturing mogelijk zijn, een eventueel toezichtskader dat completere contracten afdwingt en financiële schokken beter kan absorberen in de sturing, en een Code Pensioenfondsen wat een hoge lat legt voor de kwaliteit van aansturing, lijkt de pensioensector een aantal stappen vooruit te maken. Pensioenfondsen zullen steeds meer worden aangestuurd als financiële organisaties; sturing op risico's zal hierbij centraal staan, en de beoogde aanpassingen in de governance van het fonds zouden ertoe kunnen leiden dat de relatie tussen pensioenfonds als opdrachtgever en de uitvoerder als opdrachtnemer verder verzakelijkt, wat risicomanagement en aansturing van het fonds weer helpt.

Dit introduceert overigens weer een nieuwe bestuursdynamiek. De toevoeging van experts aan besturen is vanuit de academische literatuur goed te beargumenteren, maar voor de institutionele context van een non-profitpensioensector is er weinig onderzoek naar gedaan. In de discussie wordt bijvoorbeeld minder benadrukt dat de toename van externe bestuursleden – naast bestuurders uit de sector zelf – over het algemeen een achtergrond in de financiële sector hebben, op het gebied van vermogensbeheer of risicomanagement. Hoe voorkomt een bestuur dat met de keuzes voor een bestuursmodel met professionele bestuurders ongewenste cultuurelementen uit de bank- en verzekeringswereld worden overgenomen (denk aan de beloningsstructuur of de “risk-appetite” voor nieuwe, innovatieve beleggingen), wat verdere afbreuk kan doen aan het vertrouwen van de deelnemer?

Een ander dilemma is dat pensioenfondsen steeds verder geprofessionaliseerd worden in de aansturing, maar zwak staan in het publieke debat. Een buitenstaander zou zich niet aan de indruk kunnen onttrekken dat initiatieven als beleggen in Nederlandse Hypotheekobligaties, MKB-fondsen of andere initiatieven toegevoegd worden aan de investeringen om de politieke druk tegemoet te komen. Deze

beleggingen kunnen best in het belang van de deelnemer zijn, maar een aandachtspunt is het wel. De politiek bepaalt zo (on)gewild hiermee steeds meer het doen en laten van pensioenfondsen.

Dan resteert ten slotte de vraag of al deze wijzigingen het vertrouwen van de deelnemer zullen behouden, of terugwinnen. Dit is immers het beoogde doel van onder meer de Code Pensioenfondsen.²⁵ Ook hier is enige nuchterheid op zijn plaats. In de analyse over wat het vertrouwen van de deelnemer beïnvloedt, zijn factoren als stabiliteit van de organisatie van belang. Toekomstige wijzigingen in het pensioenstelsel en aansturing ervan zullen daarom eerder incrementeel dan disruptief van aard moeten zijn. Pensioenfondsen opereren in een financiële en maatschappelijke omgeving en moeten veel keuzes maken op basis van onvolledige informatie over het effect van rente en aandelen op de balans en kwaliteit van de regeling. Nieuwe aanpassingen zijn daarmee onvermijdelijk. Nieuwe maatregelen zouden onderdeel van een groter tijdspad moeten zijn wat meerdere kabinetten zou kunnen overleven, om debatten niet in het publieke domein te voeren, maar op een voor de deelnemer gestructureerde manier. Hiermee verbetert de deelnemer zijn beeld over pensioenfondsen als een stabiele en houdbare organisatie. Het is aan te moedigen als bijvoorbeeld de pensioenfederatie met een Masterplan 2020 komt, waar alle veranderingen in de tijd worden uiteengezet, in vroege pilotfases worden uitgezet en waarbij er brede consultatierondes georganiseerd worden, maar vooral onderwerpen per keer worden opgepakt. Dit schept rust in het debat, en vergroot de kans dat de pensioensector de tijd krijgt om de geschetste ontwikkelingen op een voor de toekomst duurzame en houdbare wijze toe te passen.

25 www.pensioenfederatie.nl/actueel/persberichten/Pages/Pensioensector_legt_ambitieuze_doelen_over_bestuurlijk_functioneren_vast_in_Code_28.aspx.