

## **Beheerst versimpelen**

*Wie pensioengeld beheert, moet zich volgens Nederlands topbelegger Angelien Kemna de vraag stellen: waarom heb ik die beleggingen ook al weer? Wat is hun bedoeling? Daarom stuurt ze het pensioenvermogensbeheer van APG terug naar de basis: "Pensioenbeleggen is niet een kwestie van mandaatjes jagen."*

Het prille voorjaar van 2011 is een kille lente voor de pensioensector. De onderhandelingen over een nieuw pensioencontract slepen nog steeds aan, het beleggingsbeleid van pensioenfondsen wordt kritisch besproken in het parlement en het vertrouwen jegens de sector, bekoeld door krantenkoppen en televisieprogramma's zoals Zembla, is tot nabij het nulpunt gedaald.

Temidden van alle consternatie gaat het werk van alledag echter door: de pensioenen worden gewoon uitgekeerd en de pensioengelden moeten worden belegd. Angelien Kemna van pensioenbelegger APG houdt zich daarom liever buiten het brandpunt van de discussie. "Het is onze taak om netjes op het pensioengeld van de deelnemers te passen, en daar concentreren we ons op."

Als chief investment officer van APG past Kemna op circa 277 miljard euro aan pensioenvermogen van ruim 4,5 miljoen Nederlanders. Dat moet bovenal op een ordentelijke manier gebeuren die aansluit bij de uiteindelijke doelstelling van de pensioenfondsen die APG tot klant heeft: het nakomen van de pensioenverplichtingen. "Ik ben er een groot voorstander van om de pensioenbeleggingen terug te brengen tot hun oorspronkelijke doelstelling."

## **Versimpelen**

Sinds ze ruim een jaar geleden het roer van Roderick Munsters overnam, heeft Kemna daarom het project 'beheerst versimpelen' in gang gezet en ook naar de toekomst toe stuurt ze het pensioenvermogensbeheer van APG terug naar de basis. "Zo'n 'back to basics' benadering betekent dat je een stapje terug doet en de vraag stelt: waarom heb ik die beleggingen ook al weer? Wat is hun bedoeling? Pensioenbeleggen is niet een kwestie van mandaatjes jagen. Het is een kwestie van kijken welke risicofactoren kunnen bijdragen tot een gebalanceerd rendement ten opzichte van de verplichtingen."

Overmatig doorontwikkelde beleggingsproducten schieten dat doel vaak voorbij, meent Kemna. "We hebben een extreme financiële innovatie achter de rug. Het is tijd om daar nu eens mee op te houden, en eerst eens te kijken waar je werkelijke performance vandaan komt. Want veel van die innovatieve instrumenten zijn complex en voegen bijzonder weinig toe."

'Beheerst versimpelen' betekent niet investeren in onnodige innovaties en niet de 'alfa' – de dure beetjes extra rendement – voorop stellen, maar in plaats daarvan eerst eens de basale marktexposure ofwel de bèta op orde krijgen. Maar het betekent ook: niet zomaar klakkeloos allerlei commerciële benchmarks overnemen. Kemna: "We leven in een beleggingsomgeving die is 'over-engineered' en waarin we allemaal dezelfde benchmarks gebruiken. Inmiddels is aangetoond dat dit bepaalde inefficiënties in de markt veroorzaakt. Er zijn day traders die niets anders doen dan daar gebruik van maken. Bovendien krijg je met zo'n benchmark ook dingen in je portefeuille die je helemaal niet kunt gebruiken."

Als voorbeeld noemt ze staatsobligaties. "Die werden lang als veilige beleggingen beschouwd en er werd door pensioenfondsen vooral in de eurozone belegd. Maar om te kunnen spreiden over staatspapier van verschillende landen zijn er op gegeven ogenblik allerlei benchmarks in gebruik genomen waarin ook de zogenaamde 'PIGS'-landen – landen aan de periferie van de eurozone – flink vertegenwoordigd waren. Toen het misliep, beseften pensioenbeleggers dat ze in een situatie waren terecht gekomen die nooit de bedoeling was geweest. De bedoeling was om te beleggen in staatspapier als een veilige manier om de duratie van de verplichtingen te matchen. In plaats daarvan hadden fondsen staatsobligatierisico binnen gehaald waar ze helemaal niet op zaten te wachten."

Er kan best een goede reden zijn om in staatsobligatierisico te beleggen: "Dat is immers vaak macro-economisch gedreven en kan een interessante risicofactor zijn die heel anders reageert dan bedrijfsobligaties. Maar dan is het beter om dat risico expliciet te benoemen en daar apart in te

beleggen, los van de staatspapierportefeuille die bedoeld is om de verplichtingen te matchen,” legt Kemna uit.

“Als je ervoor kiest om die exposure te nemen, ga je daar vervolgens een meetlat bij zoeken. Dat kan de benchmark zijn die in de markt beschikbaar is, maar dat hoeft niet per se. De keuze voor een marktbenchmark moet in ieder geval geen automatisme zijn.”

Door commerciële benchmarks te gebruiken, worden soms onbedoeld verschillende risicofactoren op één hoop gegooid. APG heeft op het gebied van vastrentende waarden vergaande plannen om die risicofactoren van elkaar te scheiden. “Daarmee kun je allerlei onwenselijke situaties vermijden, inclusief de spelletjes die mensen met benchmarks spelen. Je hebt bijvoorbeeld vermogensbeheerders die een bedrijfsobligatiefonds aanbieden, maar extra rendement halen door buiten de benchmark om in schulden van opkomende markten te beleggen. Dat geeft een leuke performance, maar ongemerkt wordt zo wel ondernemingsobligatierisico vermengd met opkomende markten staatsschuldrisico. Wij willen risicofactoren die op blokniveau met elkaar interfereren niet door elkaar gooien. Door die van elkaar te scheiden, kun je zuiverder beleggen.”

De inspanningen om het vermogensbeheer ‘back to basics’ te brengen, hebben zich in eerste instantie gericht op de vastrentende waarden. Maar het is de bedoeling deze denkrichting ook door te trekken naar andere categorieën, zoals aandelen en vastgoed.

“Als je het hebt over aandelen is wederom de bèta-exposure het belangrijkste. Vanwege onze omvang willen wij voor een groot deel van de portefeuille in de index beleggen. Maar dan wel op een slimme manier. In plaats van domweg de benchmark te volgen waarbij je weet dat je geknipt en geschoren wordt, willen we mikken op een aantal factoren zoals low volatility, momentum, value en dividend, waardoor je op een betere manier de benodigde index-exposure krijgt,” legt Kemna uit.

“Tegelijkertijd willen we inzetten op betrokken langetermijn aandeelhouderschap, waarbij we beleggen in grotere belangen en dan ook werkelijk invloed uitoefenen op het management van de betrokken ondernemingen,” zegt ze. “Aan de ene kant kan dus met slim indexbeleggen op een efficiënte en goedkope manier voor de nodige spreiding en marktexposure worden gezorgd, terwijl er aan de andere kant een aantal aandelen zijn waar we onze fundamentele analisten opzetten en waar we echt geconcentreerd inzitten.”

APG ontwikkelt momenteel voorstellen om de lijn die is ingezet op het gebied van vastrentende waarden door te trekken naar aandelen en vastgoed. “We doen dat stapsgewijs, in nauw overleg met onze klanten. Vandaar ook het beheerst versimpelen, met nadruk op beheerst. We zijn met zijn allen echt te ver gegaan in dat hele traditionele mandaatjesdenken en we maken ons daar nu samen met onze klanten geleidelijk wat van los,” zegt Kemna.

“Daarmee onderscheiden we ons van de commerciële vermogensbeheerders. Zo brutaal moet je zijn, vind ik. Want onze doelstelling is ook anders: Onze doelstelling is eerst en vooral goed te zorgen voor al die centjes van al die mensen die ons dat hebben toevertrouwd.”

### **Gevaarlijke schijnzekerheid**

Als pensioenbelegger heeft APG eerst en vooral de langlopende pensioenverplichtingen als benchmark. Daarmee is APG bij uitstek een langetermijnbelegger. Het wordt echter wel steeds moeilijker gemaakt om daar gevolg aan te geven. Daar maakt Kemna zich ernstig zorgen over.

“Mede in reactie op de crisis krijgen institutionele beleggers regels opgelegd waarmee ze worden gedwongen op kortetermijnontwikkelingen te reageren. Als dit zo doorgaat, zijn er straks in de wereld helemaal geen grote langetermijnbeleggers meer over. Daarmee verdwijnt ook de stabiliserende, contra-cyclische werking die zij hebben op de markten. Dit is momenteel wereldwijd één van de grootste risico’s.”

Extra lastig is het wanneer verschillende pakketjes regelgeving elkaars impact versterken. Een voorbeeld is het valutarisico. Vanuit een langetermijnoptiek is er weinig reden om dat af te dekken, want wisselkoersbewegingen kunnen op termijn tegen elkaar worden weggestreept. “Maar op korte

termijn kun je op valuta geld verliezen zonder dat het je wat oplevert, en je wordt daarom door het FTK relatief zwaar gestraft voor het nemen van valutarisico. Voor over-the-counter derivaten is er echter strengere regelgeving in de maak waardoor het een stuk duurder wordt om dit risico middels valutaderivaten af te dekken. Bovendien moeten de zakenbanken onder invloed van Basel III hogere buffers aanhouden, en ook dat wordt linea recta doorberekend aan de pensioenbeleggers die bij deze banken en brokers derivaten afsluiten.”

Aan de ene kant wordt men dus gedwongen om dit risico af te dekken, terwijl dat aan de andere kant onbetaalbaar dreigt te worden. “Dan komen pensioenbeleggers zoals wij voor heel lastige keuzes te staan. Het kan goed zijn dat we op grond hiervan moeten besluiten om gewoon een stuk minder wereldwijd te gaan beleggen. Dat betekent dat we de pensioenbeleggingen niet langer optimaal kunnen spreiden over de wereldwijd beschikbare vermogenstitels. Waardoor we dus noodgedwongen meer risico moeten gaan lopen met het pensioengeld, in plaats van minder,” waarschuwt Kemna. “Ik heb het gevoel dat nog niet iedereen weet dat we aan de vooravond staan van dat soort type beslissingen.”

Uit de tijd dat zij bij ING begin deze eeuw de Sarbanes-Oxley regels moest implementeren – de regelgeving die werd ingevoerd in reactie op de boekhoudschandalen bij bedrijven als Enron – kent zij de zin en onzin van restrictieve regelgeving uit de eerste hand. “Operationele risico’s kun je daarmee op zich prima managen, maar de financiële crisis is er niet mee voorkomen. Als een medicijn niet blijkt te werken, moet je dan een twee keer zo grote dosis nemen? Dat lijkt me niet. Je moet je eerder afvragen of het middel wel helpt, en of het niet erger is dan de kwaal.”

Als langetermijn grootbeleggers worden gedwongen om procyclisch te derisken, wordt het tegenovergestelde bereikt van wat men eigenlijk wilde. Schrijnende voorbeelden te over, aldus Kemna. “Kijk maar naar de Griekse obligatiecrisis. Beleggers moesten onder druk van de regelgeving hun risico terugschroeven en Grieks schuld papier werd daarom gedumpt, hetgeen de schulden crisis nog een extra zet mee gaf. Of denk aan de onnatuurlijk lage lange rentestanden van vorig jaar: ook dat was institutioneel gedreven en ingegeven door regelgeving.”

Met dergelijke regels worden risico’s op de korte termijn weliswaar ingedamd, maar wordt via de achterdeur een heel ander risico geïntroduceerd. Langetermijnbeleggers bieden namelijk van nature tegenwicht aan beleggers met een kortere horizon. “Als iedereen wordt gedwongen om zich te gedragen naar de korte termijn, dan bewegen alle beleggers dezelfde kant op waardoor heftige uitslagen in de markt nog verder worden uitvergroott. De klappen die we zien in de markten worden deels veroorzaakt doordat mensen het gewoon niet uit mogen zingen.”

Kemna hoopt dat die circlen wordt doorbroken: “Anders wordt nu op korte termijn een gevaarlijke schijnzekerheid gekocht die straks heel duur wordt betaald.”

### **Hoera voor toezicht**

Met dit alles is niet gezegd dat Kemna toezicht op financiële markten niet toejuicht. Integendeel. “Als het gaat om de risico’s en governance met betrekking tot de uitbestedingsrelatie, het vermogensbeheer en de pensioenadministratie, moet een toezichthouder hard zijn. Daarmee kunnen we de deelnemers het vertrouwen geven dat we goed op hun centjes passen en dat er geen rare dingen kunnen gebeuren.”

Ook ten aanzien van innovatieve producten zoals langlevenswaps heeft Kemna graag een toezichthouder met arendsogen. “Want dit is het product van het moment. Iedereen heeft te maken met langlevensrisico en wil dus wel langlevensbescherming kopen. Het zou heel vervelend zijn als dit gaat leiden tot dezelfde uitwassen die we hebben gezien met credit default swaps. Al heel snel weet niemand meer wie er long en wie er short zit in dat risico. Wie zijn dan de tegenpartijen, wie snapt de waardering en wie weet nog precies wat hij koopt? De eerste van deze producten worden nu ontwikkeld en aangeboden, dus laat de toezichthouder er naar kijken voordat het een probleem wordt.”

Er zijn terreinen waarop scherper toezicht en een strakkere afstelling van de regelgeving haar welkom zouden zijn. Neem bijvoorbeeld het Basel III regime voor banken, Solvency II voor verzekeraars en het solvabiliteitskader voor pensioenfondsen. “Banken, verzekeraars en pensioenfondsen zijn

fundamenteel verschillende instellingen en het is dus terecht dat voor elk type instelling een apart toezichtkader wordt ingericht. In die zin is het ook zeker van belang dat pensioenfondsen hun eigen kader krijgen en niet worden onderworpen aan Solvency II,” zegt Kemna.

“Maar als je dan drie verschillende regimes ontwerpt, is het wel van belang dat die onderling naadloos op elkaar aansluiten. Want mensen zoeken nu eenmaal de randen van de regels op. Als er kieren zitten tussen verschillende regimes biedt dat arbitragemogelijkheden en daar maken mensen gebruik van. Dat gebeurt nu al met Basel III en Solvency II.”

Het toezicht moet de essentiële verschillen tussen soorten marktpartijen respecteren, “maar dan vervolgens wel van iedereen het slechtste denken, in die zin dat je scherp kijkt hoe men arbitragemogelijkheden probeert te benutten,” aldus Kemna. “Dat zou wel degelijk heel wenselijk zijn.”

Ook binnen de eigen sector is het van belang dat het toezichtsregime nauw aansluit op het gehele stelsel van regels. “Als we een heel ander pensioencontract gaan krijgen, is het zaak dat het toezichtkader daar snel op wordt afgestemd,” zegt Kemna.

“We moeten goed bedenken welke consequenties een nieuw contract heeft voor het vermogensbeheer van pensioenfondsen. Temeer omdat we met een totaal pensioenvermogen van zo'n 800 miljard euro niet in een vacuüm opereren. Als de gehele pensioensector een ommezwaai maakt, heeft dat een aanzienlijke impact op de markten,” waarschuwt Kemna. “Er zijn talloze hedgefondsen en investment banks die in de gaten houden wat wij hier in Nederland doen. Voor hedgefondsen is niets zo fijn als veranderingen in de regelgeving, want als een hele groep pensioenbeleggers wordt gedwongen hun vermogensbeheer op een bepaalde manier aan te passen, is dat voor hen inkoppen. Dergelijke consequenties moeten vooraf goed worden bestudeerd.”

Kemna is overigens te spreken over de wijze waarop sociale partners de uitwerking van het nieuwe pensioencontract ter hand nemen. “Ze hebben de tijd genomen en ook gekregen om hierover uitgebreid met elkaar te praten. En de problemen die ze proberen op te lossen zijn niet gering. Zo is er echt te weinig gespaard voor de langere levens die we vandaag de dag tegemoet kunnen zien. Dat langer leven is gewoon heel duur.”

Wat er ook uit de onderhandelingen komt, ze heeft er vertrouwen in dat het stelsel mensen een goed pensioen kan blijven bieden. Ook als er wat moet worden ingeleverd om de hogere levensverwachting te compenseren, en ondanks de twee crises die we deze eeuw achter de rug hebben. “Crisis komen en crisis gaan, maar het pensioen blijft bestaan,” zegt ze. “We verdienen voor onze opdrachtgevers al bijna twintig jaar gemiddeld een rendement van rond de zeven procent – dat is helemaal niet slecht.”

En dat we een korting moeten accepteren omdat we langer leven, lijkt haar niet meer dan logisch. “Solidariteit is misschien een ouderwets woord, maar ik ben er groot voorstander van om te zorgen dat de jongeren van nu straks ook van het systeem mogen profiteren. In Amerika heb ik gezien wat er gebeurt met mensen als ze individueel verantwoordelijk zijn voor hun pensioen. Dan praten we over kortingen en verliezen die onvergelijkbaar zijn met waar we het hier over hebben. En dan denk ik: we hebben hier een mooi systeem. Daar mogen we best wat voor over hebben.”