

# 'Laten we het hoofd koel houden'

*Te veel kortetermijnprikkels, te weinig aandacht voor de lange termijn. Het zijn de kernpunten die Else Bos op haar spiekbriefje heeft gezet. Want juist op de lange termijn liggen de kansen voor pensioenfondsen.*

De ceo van PGGM heeft een extra lange dag achter de rug. Het interview met Pensioen Pro vindt plaats direct na haar bezoek aan Singapore, waar PGGM en enkele andere grote beleggers bekendmaakten hoe ze gaan bijdragen aan de 'sustainable development goals' van de VN. Bos is enthousiast over de zeventien duurzaamheidsthema's, maar de Aziëreis betekent wel weer een gemiste nacht. 'Watten in mijn hoofd.'

2017 wordt een spannend jaar voor de pensioenfondsen. Alweer. Met verkiezingen en een nieuw kabinet dat keuzes zal willen maken voor een nieuw pensioenstelsel. Maar ook de dreiging van nieuwe, grootschalige kortingen op de pensioenen. En dat zal druk zetten op de discussie.

**Pensioenen gaan bij de verkiezingen waarschijnlijk een belangrijke rol spelen. SP, PVV en 50+ roepen nu al dat de AOW-leeftijd terug moet naar 65. Wat vindt u daarvan?**

'Die roep staat niet op zichzelf, maar is onderdeel van de brede discussie over de verbetering van het pensioenstelsel. Als we steeds ouder worden, moeten we langer werken. Het alternatief is meer sparen of

een lager pensioen. Het is dus logisch om de pensioenleeftijd te laten meestijgen met de levensverwachting.'

**Dat leek een van de weinige dingen waar iedereen het over eens is. 65 is toch onbetaalbaar?**

'Ik ga geen politiek standpunt innemen. Maar wij kunnen er geen geld bij toveren, dus moet het op een van bovenstaande manieren. Politieke partijen kiezen nu positie. De pensioensector moet gezamenlijk kiezen welke richting we uit willen. En we zullen dan goed moeten uitleggen wat die keuzes betekenen. Een pittige opgave, want pensioenen zijn een lastig onderwerp en we hebben de neiging om snel in de techniek te vluchten.'

**Welke kant moet het op?**

'De diversiteit in regelingen is nu erg groot. Dat kan minder; dan wordt de communicatie ook eenvoudiger. Ik verwacht dat we uitkomen bij een combinatie van het individuele dc en het collectieve db, 'the best of both worlds'. Meer individueel inzicht, gecombineerd met collectieve risicodeling; variant 4c van de SER. Maar niet elk fonds kan in hetzelfde tempo en op hetzelfde moment overstappen naar een nieuw stelsel. We moeten

convergeren naar één model, elk fonds in zijn eigen tempo, misschien zelfs met een tussenstation.'

**U bent geen voorstander van geheel individuele pensioenpotjes?**

'Mijn wensbeeld is een collectief stelsel, evenwichtig, zonder dat bepaalde deelbelangen gaan overheersen. Een uitlegbaar stelsel dat mensen beter zicht geeft op hun rechten.





## ‘Ik ga geen politiek standpunt innemen.’

ELSE BOS,  
CEO PGGM

‘Kosten moet je in samenhang zien met rendement en risico. Alleen naar kosten kijken levert niet het beste eindresultaat op. Als u vraagt: moet PGGM door de toegenomen aandacht voor kosten nu interessante beleggingen laten lopen, dan is het antwoord nee. Bij kleinere fondsen speelt dat misschien wel.’

**Maar als PFZW uit hedgefondsen stapt, betekent dat toch dat bepaalde kansen op rendement niet worden benut?’**

‘PFZW zat voor €2,5 mrd in hedgefondsen, op de totale portefeuille is dat redelijk bescheiden. Dat belang hebben we beheerst afgebouwd. Vervolgens is dat binnen de portefeuille zakelijke waarden herbelegd, zodanig dat de totale risico-rendementverhouding ongeveer hetzelfde blijft. Dat kost geen rendement.’

**Deskundigen vinden dat Nederlandse pensioenuitvoerders meer zelf moeten beleggen, want dat is goedkoper dan uitbesteden. Maar dan moeten ze dure specialisten in dienst nemen en dat ligt gevoelig. Het lijkt makkelijker om die dure mensen uit het zicht te houden, door ervoor te zorgen dat ze ergens anders in dienst zijn of in het buitenland zitten.**

‘Daarmee zijn de kosten misschien beter verstoep, maar ze zijn niet weg. Wij doen juist op gebied van illiquide beleggingen, zoals infrastructuur en private equity, steeds meer zelf. We bouwen zelf expertise op, daar hebben we ook de schaal voor. Zo snijden we een kostbare tussenlaag weg. Dat levert forse winst op, bij de beleggingen in infrastructuur tot wel 200 basispunten lagere kosten. Bovendien kunnen we in eigen huis beter sturen op zaken die wij belangrijk vinden, zoals duurzaamheid.’

**Loopt u bij de salariëring in de eigen organisatie niet tegen grenzen op?**

‘Tot nu toe nog niet. Je bent niet alleen een aantrekkelijke werkgever vanwege het geld, maar ook bijvoorbeeld met een goede work-lifebalance of door koploper te zijn op gebied van duurzaamheid. Maar naarmate er scherpere regelgeving komt voor beloningen, kan het voor ons lastiger worden om die specialisten in huis te halen. Een dilemma, want met die dure mensen kunnen we een kostenbesparing voor onze klanten realiseren.’ →

Dat is niet per se een simpel systeem, als het maar goed uit te leggen is. Bij een stelsel waarin mensen individueel risico dragen en keuzevrijheid hebben, is mijn vrees dat de nadruk bij het beleggen komt te liggen op de korte termijn. Dat is ook de ervaring in landen als Australië. En de pensioensector heeft al zoveel te maken met kortetermijnprikkels, terwijl de echte solide rendementen op de lange termijn liggen. Daar heeft een pensi-

oenfonds oog voor, de individuele belegger veel minder.’

**Er is veel aandacht voor de kosten van pensioenen. PFZW is uit hedge funds gestapt, private equity ligt onder vuur, mede door de hoge verdiensten in die sectoren. Is het geen gevaar dat door de aandacht voor kosten sommige beleggingscategorieën niet meer toegankelijk zijn, terwijl daar wel mooie rendementen zijn te halen?**

**PGGM let ook op de kosten van externe managers, via de compensatierichtlijn financiële dienstverleners. Heeft u vanwege te hoge kosten al afscheid moeten nemen van te dure managers?**

'Nee. Er zijn wel potentiële aanbieders afgevallen vanwege de richtlijn, maar we hebben geen relaties verbroken. Als we de beloning te hoog vinden, gaan we het gesprek aan. De markt is op dit punt echt in beweging. Een verdienmodel met 2% vaste kosten en 20% van het rendement verliest terrein. Wij betalen dat niet meer. Dat heeft ook alles te maken met de toenemende transparantie over kosten. Die is te groot geworden om kosten te verstoppen.'

**PGGM is al tien jaar bezig met het onderwerp duurzaam beleggen, afficheert zich als een van de koplopers op dit terrein. Wat levert die inspanning de deelnemers op?**

'We zijn eigenlijk al vijftien jaar bezig. En wat heeft het opgeleverd? We hebben een goed beeld van risico's als het gaat om duurzaamheidsthema's als governance en klimaatbeleid. Dat waren en zijn vaak nog niet-financiële risico's, maar het worden financiële risico's. Ze verschijnen op de balans, zoals de risico's rond klimaatopwarming. Tegelijk weten we ook waar de beleggingskansen liggen bij duurzame onderwerpen. Zoals bijvoorbeeld bij de energietransitie. Meer kennis van die kansen en risico's leidt tot betere beleggingsbeslissingen en uiteindelijk ook betere rendementen.'

'Daarnaast draagt aandacht voor duurzaamheid eraan bij dat deelnemers zich meer herkennen in hun fonds. Aandacht voor mensenrechten, of niet beleggen in wapens of tabak. Dat soort zaken willen mensen terugzien bij hun fonds. Bij elk pensioenfonds liggen die normen en waarden anders, maar als een pensioenfonds in zijn visie aansluit bij de wensen van zijn deelnemers, schep je daarmee verbondenheid.'

**En puur financieel? Heeft duurzaam beleggen de deelnemers geld opgeleverd?**

'Ik ben ervan overtuigd dat het de deelnemer ook financieel voordelen oplevert, maar ik kan er geen basispunten aan hangen. Dan zouden we een vergelijking moeten maken met hoe we zouden hebben gepresteerd als we géén aandacht aan deze kansen en risico's zouden hebben geschonken. Dat is ondenkbaar en ook niet meer vast te stellen.'

**Wel lastig dat het begrip duurzaamheid zich zo moeilijk laat vatten. Wat het ene fonds als duurzaam ziet, is voor het andere een gewone belegging.**

'Dat is een probleem. We hebben goede definities nodig, een kader voor beleggers. Zo'n kader wordt bijvoorbeeld geboden door de Sustainable Development Goals van de VN, zeventien concrete thema's die wezenlijk zijn voor de stabiliteit van de wereld op lange termijn. Meerdere grote beleggers gaan hun beleggingen daar op richten. Met die VN-doelen kunnen we allemaal dezelfde taal spreken. Dat wil niet zeggen dat elk fonds ze allemaal moet opvolgen, maar deze universele doelen brengen meer duidelijkheid en vergroten de impact die we als beleggers met elkaar kunnen hebben.'

**Volgens veel economen gaan we een langdurige periode van lage economische groei tegemoet. Zijn de mooie rendementen die pensioenfondsen de afgelopen decennia boekten, gemiddeld 8%, nog wel haalbaar?**

'In de huidige economische context niet. We zitten in een periode van zeer lage rente die zou moeten aanzetten tot meer consumeren en investeren, maar die vooral nog vooral lijkt te leiden tot meer sparen, in Nederland dan. En daar komen natuurlijk geen nieuwe banen of groei van. Maar we hebben die 8% nu niet echt nodig. Pensioenfondsen rekenen voor de hoogte van de premies met een rente van 2 à 2,5%. De ECB streeft naar een inflatie van iets onder de 2%. Tel dat op en dan heb je een rendement van circa 5% nodig om aan je verplichtingen te kunnen voldoen. Ook dat is niet zomaar haalbaar. Ook daarvoor hebben pensioenfondsen die illiquide beleggingen voor

de lange termijn nodig, want daar zitten de betere rendementen.'

**Die vermaledijde lage rente...**

'Daar praat ik niet meer over. Natuurlijk, die maakt volop deel uit van de discussies over het nieuwe stelsel, maar daar is alles nu wel over gezegd.'

**U bent verantwoordelijk voor €200 mrd in een politiek zeer onrustig klimaat. Brexit, Donald Trump, immigratiecrisis en aan de horizon een klimaatramp. Ligt u niet wakker van al die bedreigingen voor die grote pot geld?**

'Zoals elke Nederlander lig ik daar ook wel eens wakker van. Het zijn bedreigingen met korte- en langetermijneffecten. Kijk naar de Brexit; een zware reactie direct na de uitslag en daarna correctie. Het effect op lange termijn is onduidelijk. Het is onze taak om alle scenario's af te wegen, al die onzekerheden in te calculeren en mee te nemen bij de beleggingsbeslissingen. De instabiliteit in Europa speelt een rol, maar dat wil niet zeggen dat we alle Europese assets verkopen. We doen wat we altijd doen. We brengen de risico's in kaart, analyseren scenario's en adviseren onze klanten. De uiteindelijke keuzes liggen bij de pensioenfondsbesturen. Geen eenvoudige keuzes, maar laten we het hoofd vooral koel houden.'

**En waar bent u persoonlijk het meest bezorgd over?**

(lange denkpauze)

'Toch vooral vrede en veiligheid, de toenemende ongelijkheid en ja, het klimaatvraagstuk.'

# E

**Ise Bos (57) studeerde econometrie aan de Erasmus Universiteit. Ze werkte daarna bijna twintig jaar bij ABN Amro, op het laatst als Chief Operating Officer. Na een jaar bij NIB Capital, kwam ze in 2002 bij PGGM Vermogensbeheer. Ze is sinds 2013 ceo van PGGM. Bos is daarnaast niet-uitvoerend directeur bij Sustanalytix Holdings, lid van de raad van toezicht van Netspar, lid van de Monitoring Commissie Corporate Governance en bestuurslid van Rotman ICPM in Canada. Bos is getrouwd en heeft drie kinderen.**