

De redactie nodigt lezers uit boeken te recenseren voor deze rubriek

In 2008 verloren pensioenfondsen 200 miljard euro aan vermogen, door beleggingsverliezen en door toegenomen verplichtingen. De gemiddelde dekkingsgraad daalde van 140 naar 95, waarmee pensioenfondsen technisch failliet waren: er was onvoldoende in kas om aan alle opgebouwde verplichtingen te kunnen voldoen. De dekkingsgraad is sindsdien laag gebleven en dat roept de vraag op of pensioenfondsen te veel risico hebben genomen. Het bevestigende antwoord van Frits Bosch wordt kort samengevat door de boektitel *Risico als obsessie*. Het boek zelf is de langere uitleg bij die stellingname en bestaat uit twee delen.

Het eerste deel wordt gevormd door een overzicht van theorieën over beleggen, financiering en risico. In vogelvlucht bespreekt Bosch uiteenlopende zaken als diversificatie, de efficiënte markthypothese en *asset-liability-management* (ALM). Dat zijn interessante onderwerpen maar het blijft wat onduidelijk voor welke lezer dit deel bedoeld is. Voor wie de theorieën kent, zal dit eerste deel al te bekend voorkomen, omdat de onderwerpen worden samengevat zonder dat er veel aan toegevoegd wordt. De belangstellende leek zal het evenwel hard vallen om in enkele pagina's het *capital-asset-pricing*-model uitgelegd te krijgen of in twee alinea's het marktfundamentalisme van Adam Smith; dat is niet helemaal duidelijk voor wie Smith niet kent en voegt niet veel toe voor wie de naam wel bekend is. Het tweede deel is beter en concreter en handelt over Nederlandse pensioenfondsen in de afgelopen decennia. De auteur presenteert hierin veel interessante en relevante informatie over risicomanagement en beleggingsbeleid. Uit een historisch overzicht van de dekkingsgraad blijkt bijvoorbeeld dat deze in 1990 op 230 stond, waarop premies verlaagd werden tot onder kostendekkend niveau of er zelfs geld teruggestort werd naar de sponsor.

En in de afgelopen twintig jaar, zo becijfert het boek, hebben aandelen lagere rendementen opgeleverd dan obligaties of vastgoed. Het aantal pensioenfondsen is gedaald van 1059 in 1997 naar 578 in 2005. De Nederlandsche Bank (DNB) moedigt deze ontwikkeling aan omdat grotere pensioenfondsen van schaalvoordelen gebruik kunnen maken. Het is daarbij wel saillant dat kleine pensioenfondsen in 2008 minder verloren dan grote.

In zijn boek neemt Bosch pensioenfondsbesturen enigszins in bescherming en hekelt hij vooral de toezichthouder DNB. De grootste grief is dat ALM-studies op instigatie van toezichthouder DNB gebruikt worden. Deze studies bevelen risicovolle posities aan en voorspelden tegelijkertijd dat ver-



Bosch, F. (2010) *Risico als obsessie*. Amsterdam: Pearson Education.

liezen als in 2008 zo goed als onmogelijk waren. De kritische kijk op de rol van de toezichthouder lijkt terecht, omdat DNB solvabiliteitstoezicht houdt en een technisch failliet pensioenstelsel is dan geen succesverhaal.

Tegelijkertijd zijn het toch echt de besturen, geadviseerd door de uitvoerders, geweest die de risico's hebben genomen. Bosch heeft gelijk dat niet alles op het conto van het bestuur geschreven kan worden, maar gaat wat snel voorbij aan de verantwoordelijkheid van het bestuur.

Het tweede deel maakt het onbevredigende eerste deel ruimschoots goed door de huidige discussie over pensioenfondsen van historische gegevens te

voorzien. Het enige kritiekpunt is het ontbreken van een nadere analyse van de verschillende beleggingscategorieën. De centrale vraag of pensioenfondsen te veel risico nemen wordt verengd tot de vraag of er in risicovolle aandelen of veilige obligaties belegd moet worden. De kredietcrisis laat zien dat beleggen in vastrentende waarden als obligaties zeer risicovol is. Griekenland, Spanje, Portugal en Ierland kunnen gezien de hoge schulden en rentes hun schulden zeer waarschijnlijk niet afbetalen en zullen vroeg of laat herstructureren, terwijl de Europese Centrale Bank en de Federal Reserve de geldpers hebben aangezet waarmee de waarde van obligaties wordt uitgehold. Maar in aandelen, commercieel vastgoed, eilanden in Dubai, bossen in de Verenigde Staten, hedgefondsen en private-equitybeleggen is niet per se verstandiger. Het risico van deze beleggingscategorieën is dat ze overgewaardeerd zijn, net zoals de verpakte hypotheekbundels die door pensioenfondsen groot zijn ingekocht. Het dilemma is niet zozeer rendement versus risico, als wel de zekerheid van een prijshausse, herstructureringen en inflatie versus de onzekerheid wanneer dat alles manifest zal worden.

Het boek neemt dit dilemma wel zijdelings mee, maar werkt het niet uit. Tegelijkertijd stelt het boek de relevante vraag of er goed en prudent belegd wordt door pensioenfondsen, en reikt het op een leesbare manier veel nieuwe informatie aan waar de discussie mee gediend is. En die discussie is belangrijk en urgent, want hoe men het beleggingsbeleid ook waardeert, 200 miljard verliezen vraagt hoe dan ook om meer discussie, uitleg en vooral: verantwoording van pensioenfondsen en toezichthouders. Dit boek is niet het definitieve antwoord maar draagt daar wel aan bij.

DAVID HOLLANDERS

Universitair docent aan de TU Delft