

Drie vragen over de pensioensector

Er zijn grote verschillen tussen professionele en individuele beleggers. Zo stelden Malmendier en Shanthikumar een aantal jaren geleden vast dat er een verschil is in de wijze waarop er gereageerd wordt op aanbevelingen van analisten. Deze analisten kunnen aangeven of een aandeel een 'strong buy', 'buy', 'hold', 'sell' and 'strong sell' is. Analisten, en zeker analisten die bij investeringsbanken werken (*sell-side analysts*), hebben sterke prikkels om met positieve aanbevelingen te komen voor de aandelen van bedrijven: zulke aanbevelingen vergroten de kans dat de (investerings)bank winstgevendende diensten kan verlenen aan deze bedrijven. Als een gevolg van deze prikkels moet een slimme belegger de 'buy'-aanbeveling van een analist interpreteren als 'niets veranderen', terwijl de 'hold' het best begrepen kan worden als een aanbeveling om te verkopen. Verder moet elk positief advies van een sell-side-analist, ook een 'strong buy', terzijde worden geschoven. Houden beleggers hier rekening mee? Malmendier en Shanthikumar laten zien dat professionele beleggers, ofwel beleggers die grote pakketten verhandelen, inderdaad slim zijn. Kleine beleggers daarentegen zijn naïef en interpreteren een aanbeveling *at face value*. Natuurlijk is iedereen liever een slimme belegger dan een naïeve. Maar omdat de meeste mensen weinig tijd hebben om over beleggen en investeren na te denken, lijkt het verstandig om bijvoorbeeld het investeren van de pensioenpremies over te laten aan professionele beleggers. Dit gebeurt in Nederland natuurlijk op grote schaal en vrij dwangmatig – de meeste mensen zijn niet vrij om hun pensioenfonds te kiezen. Maar als iemand anders op uw centen gaat letten, moet u rekening houden met mogelijke belangenverschillen. Om de mogelijkheid van ongewenst gedrag tegen te gaan, wordt een pensioen beheerd. Maar pensioenfondsen stellen zelf ook weer mensen aan die namens hen de pensioenpremies beleggen. Zo beschrijft Van der Slikke in zijn boek 'Ontmaskerd' dat het pensioenfonds van Smit International 56 miljoen euro had uitbesteed aan Alliance Bernstein, 70 miljoen euro aan PIMCO en 70 miljoen euro aan Western Asset Management. Er ontstaat dus een keten van principalen en agenten. Het pensioenfonds is de agent van de werknemers van Smit International, maar is zelf weer de principaal in de relatie met de drie beleggingshuizen. En wie weet van welke specialistische beleggers



BAUKE VISSER

Hoogleraar aan de Erasmus Universiteit
Rotterdam en directeur van het
Tinbergen Instituut

zij weer gebruikmaken. Daarnaast zijn er de laatste jaren nieuwe figuren ontstaan, zoals fiduciaire managers, die pensioenfondsen bijvoorbeeld adviseren bij het kiezen van specialistische fondsen en beleggers. Als zij alleen adviseur zijn, dan staan ze zo'n beetje naast de keten van principalen en agenten. Maar zij kunnen ook meer diensten aanbieden waardoor ze de agent worden van het pensioenfonds en de principaal van de beleggingshuizen en investeringsbanken die de premies uiteindelijk beleggen. In deze context vroeg ik mij drie dingen af, zonder nu direct een antwoord te hebben. Ten eerste, kan de kennis van beleggen die een pensioenbestuurder moet hebben, afnemen met de toegenomen afstand tussen hem/haar en de daadwerkelijke be-

legger, of moet zij juist toenemen? Om antwoord te geven op deze vraag moeten we in elk geval beter begrijpen waarom de keten van principalen en agenten langer is geworden. Komt dit omdat het aantal en de complexiteit van financiële instrumenten is toegenomen? Komt het door de daarmee samenhangende geringe kennis van deze instrumenten bij de pensioenfondsen? Komt het door de wens professioneel te lijken en het idee dat een lange keten met een fiduciair manager hier en een *chique Zwitserse boutique mezzanine private equity partner* daar daarvoor nodig is? Komt het omdat het voor een ambtenarenpensioenfonds onacceptabel zou zijn om direct in private equity te stappen, terwijl het verwachte rendement wel hoog is? Of bestaat er een behoefte om verantwoordelijkheid af te kunnen schuiven door naar anderen, verderop in de keten, te kunnen wijzen?

Ten tweede, moet toezicht houden meer gericht zijn op goed bestuur, op goede beleggingsresultaten, of op de keten als geheel? Afhankelijk van het antwoord kan er nagedacht worden over de kennis die een toezichthouder moet hebben. En dan ten derde, moeten pensioenfondsen verplicht worden om meerdere beleggingsstrategieën aan te bieden waarbij er een defaultkeuze is die gekenmerkt wordt door een goede spreiding en indexbeleggingen om de kosten te drukken? Als veel mensen kiezen voor de defaultoptie, zijn dure beleggingshuizen met hoge managementfees niet nodig en zou toezicht op de keten veel eenvoudiger worden.

Voor reacties en analyses houd ik me aanbevolen.

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.