

Gedragmatig risico-management binnen pensioenfondsen

dr. A.J.C.C.M. Loonen en prof. dr. P.A. Stork*

Trefwoorden: *behavioural finance, pensioenfondsen, beleggersgedrag, gedragstoezicht, pensioenbestuur*

1. Introductie

Met behulp van codes, aanbevelingen en beleidsregels wordt getracht het risicobeheer van pensioenfondsen te verbeteren en zo verder te werken aan stabielere pensioenfondsen met een hogere dekingsgraad. Er is al de nodige aandacht voor een adequaat *risk framework* (met harde risicoparameters), maar in toenemende mate komt er ook aandacht voor 'soft controls' zoals een goede governance (goede beslisprocessen), samenstelling van het pensioenfondsbestuur, het invoeren van passende beloningsmodellen en het bereiken van de gewenste cultuur binnen een bestuur.

In dit artikel willen wij aandacht vragen voor een specifiek onderdeel van een goed *risk framework*: de gedragsaspecten van de belegger. Hier beperken wij ons tot het beleggingscomité of het pensioenfondsbestuur. Dat er voor gedragsaspecten van de belegger ook vanuit de toezichthouder belangstelling is blijkt temeer uit een recente rechtszaak (zie § 2.2) (en uit de wet Versterking bestuur pensioenfondsen). Deze zaak tussen De Nederlandsche Bank (DNB) en Stichting Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken toont onder meer aan dat het instrumentarium van de toezichthouder om in te grijpen op het beleggingsbeleid zeer beperkt is. In de verdediging van DNB in de voornoemde rechtszaak bleek dat zij zich ook zorgen maakte over gedragsaspecten ten aanzien van vermeend (te) eenzijdig beleggen en geen verlies kunnen nemen door het beleggingscomité van het pensioenfonds.

In het volgende hoofdstuk staan wij nader stil bij deze rechtszaak en gaan kort in op de *prudent person*-regel. Vervolgens zullen wij in het derde hoofdstuk aandacht besteden aan de verschillende aanbevelingen, richtlijnen, codes en wetgeving waar een pensioenfonds aan moet voldoen. In het bijzonder richten wij ons hier op de zachte componenten van het *risk framework*, namelijk het gewenste gedrag. In hoofdstuk vier benoemen wij enkele relevante en vaak terugkerende gedragsaspecten van de belegger uit de economisch-psychologische literatuur. Wij beëindigen deze bijdrage met conclusies en enkele concrete aanbevelingen voor de compliance officer om ondersteuning te bieden in het beteugelen van deze risico's.

2. *Prudent person*-regel en beheersing beleggersemoties

2.1 Introductie tot de *prudent person*-regel

Indien de lezer veronderstelt dat er een veelheid aan wet- en regelgeving voor handen is voor de toezichthouder om het beleggingsbeleid van pensioenfondsen te reguleren, dan komt deze bedrogen uit. Feitelijk beperkt het instrumentarium van de toezichthouder zich tot een open norm: De *prudent person*-regel. Anders gesteld: het pensioenfonds dient zich te gedragen als een 'goede huisvader'.¹ De oorsprong van de *prudent person*-regel is te vinden in de Europese Pensioenrichtlijn uit 1993. Vervolgens is deze open norm overgenomen in art. 135 Pensioenwet (PW). In art. 135 lid 2 PW is de volgende zinsnede opgenomen: 'Bij of krachtens algemene maatregel van bestuur worden ter waarborging van het prudente beleggingsbeleid nadere regels gesteld'.

Uit de Parlementaire geschiedenis blijkt dat het beleggingsbeleid van een pensioenfonds moet zijn gebaseerd op de *prudent person*-regel. In richtlijn 2003/41/EG is vastgesteld dat de waarden

* Tom Loonen is werkzaam bij Bank Insinger de Beaufort N.V. en als associate professor verbonden aan de VU-VBA opleiding Investment Management. Philip Stork is hoogleraar Financiële Markten en Instrumenten aan de VU-VBA opleiding. Beide auteurs zijn lid van het dagelijks bestuur van deze postgraduate opleiding. De auteurs danken prof. dr. Alfred Slager voor het doen van suggesties op het onderwerp van dit artikel.

¹ R. Maatman (2013) noemt in dit verband beginselen als 'zorgvuldigheid' en 'loyaliteit'.

op zodanige wijze worden belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel worden gewaarborgd. Om de rechten van de aanspraak- en pensioengerechtigden afdoende te beschermen, moeten de instellingen kiezen voor een allocatie van waarden die nauwkeurig strookt met de aard en de looptijd van hun verplichtingen.² Overigens gelden de diversificatie-eisen in het bijzonder voor het beleggen in de eigen onderneming. Hier gelden grenzen van 5% respectievelijk 10%.³ Deze beperkende regel is niet van toepassing op het beleggen in staatsobligaties.⁴ In art. 135 lid 3 PW is te lezen: 'De eisen die zijn opgenomen in het eerste lid, aanhef en onderdeel b, en de regels die op grond van het tweede lid worden gesteld ten aanzien van de diversificatie van waarden zijn niet van toepassing op beleggingen in staatsobligaties'.

Art. 135 PW zelf komt niet verder dan 'prudent beleggingsbeleid' zonder nadere regels te stellen. Dat beleggersemoties hier een rol kunnen spelen, is evident. In dit artikel worden summier eisen gesteld aan de beleggingen die worden aangegaan door een pensioenfonds. Doordat men het beginsel van open normering hanteert, blijven de eisen aan de beleggingen of het beleggingsbeleid summier omschreven.⁵ Uit de uitspraak van het College van Beroep voor het bedrijfsleven van 10 september 2013 is komen vast te staan dat de *prudent person*-regel beschouwd moet worden als een open norm, waaruit naar het oordeel van het College volgt dat: 'het in eerste instantie aan het pensioenfonds is om de prudent-person regel uit te leggen en zijn beleggingsbeleid daarop af te stemmen' (zie rov. 5.3). Hierover meer in de volgende paragraaf. Daar waar de beleggingen en het beleggingsproces onderhevig is aan open normering, kan zeker worden gesteld dat er nauwelijks wettelijke bescherming (mogelijk) is tegen beleggersemoties zoals *overconfidence*, *disposition effect*, *moral hazard* of *myopic loss aversion*. De toezichthouder heeft hierbij, blijkens de uitspraak, moeite met het onderbouwen waarom een belegging niet passend zou zijn. Wel plaatst zij een opmerking over het risicomanagement en dan in het bijzonder de emoties bij de belegger (in casu de beleggingscommissie van het pensioenfonds voor de glasfabrieken). Pensioenfondsen hebben hierbij ruimte om hun beleggingsbeleid zo in te richten dat aan de open norm van art. 135 PW wordt voldaan. DNB heeft in dit onderhavige geval niet aangetoond dat het pensioenfonds een keuze heeft gemaakt, waarbij de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel niet was gewaarborgd. Wat behelste deze zaak?

2.2 Rechtszaak DNB/Stichting Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken

2.2.1 Uitspraak rechtbank Rotterdam

Het betreft hier een uitspraak uit maart 2012 van de rechtbank Rotterdam inzake een goudbelegging door een pensioenfonds. Het pensioenfonds voor de glasfabrieken, Stichting Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken had 77,8% van het totale vermogen in staatsobligaties belegd. Voorts was er 8,3% in cash ('en overige posten'), 1,1% in vastgoed en 13% in grondstoffen belegd.

Dit pensioenfonds had op 31 juli 2008 een aankoop gedaan van fysiek goud bij Perth Mint Australia. Op dat moment betrof deze belegging 5% van de totale beleggingsportefeuille van het pensioenfonds. In oktober 2009 nam het bestuur de beslissing om het belang uit te breiden tot 12% van de totale beleggingsportefeuille. Met deze beslissing beoogde het pensioenfonds 'een bodem te leggen onder de beleggingsportefeuille gezien de druk op de dekkingsgraad en de onzekerheid op de financiële markten'. De overige beleggingen van het pensioenfonds betroffen overwegend staatsobligaties met een AAA-rating. De Nederlandsche Bank stelde in een aanwijzing dat de belegging in fysiek goud blijvend moest worden afgebouwd tot een percentage tussen de 1 en 3%. Als grondslag voor deze aanwijzing nam DNB de eis om aan het zogenaamde *prudent person*-regel te voldoen. Volgens DNB zou de belegging in goud een onderbreking vormen van het strategische beleggingsbeleid en niet vooraf zijn gegaan door een afdoende onderliggende analyse en vereiste studie.

² Zie *Kamerstukken II 2005/06*, 30 413, nr. 3, p. 259.

³ Art. 135 lid 1b PW: 'beleggingen in de bijdragende onderneming worden beperkt tot ten hoogste 5% van de portefeuille als geheel, en ingeval de bijdragende onderneming tot een groep behoort, worden beleggingen in de ondernemingen die tot dezelfde groep als de bijdragende onderneming behoren, beperkt tot ten hoogste 10% van de portefeuille'.

⁴ In zijn eerder aangehaalde bijdrage maakt Maatman (2013) hierover de terechte opmerking dat de aanname dat een 100% staatsobligatie-belegging risicovrij zou zijn, een waarschuwing is voor 'moral hazard'. Een belegging in 100% staatsobligaties zou aldus risicoloos zijn. Dat dit in het geheel niet het geval is weten we nu. Een eenzijdige belegging in 'risicoloze staatsobligaties' zou tot aanzienlijke verliezen hebben kunnen leiden.

⁵ Daarbij zij opgemerkt dat de nationale wetgever bewust ervoor heeft gekozen geen kwantitatieve voorschriften te stellen ten aanzien van beleggingen door pensioenfondsen (zie *Kamerstukken II 2005/06*, 30 413, nr. 3, p. 258-259).

Een fysieke belegging in goud werd door de toezichthouder in dit geval beschouwd als een niet-liquide, risicovolle belegging. Daarbij werd mede door deze belegging niet voldaan aan de eisen van diversificatie en kwam matching⁶ door het pensioenfonds in gevaar. Voorts stelt DNB dat de ervaring leert dat beleggers zelfs in geval van (forse) verliezen niet gemakkelijk tot verkoop overgaan. Het pensioenfonds was het met de overwegingen van DNB niet eens en ging tegen deze aanwijzing in beroep bij de rechtbank.

In eerste instantie ging de voorzieningenrechter mee in het oordeel van DNB en moest het pensioenfonds voor de glasfabrieken haar positie in fysiek goud afbouwen tot 1 tot 3% van het totale beheerde vermogen. Volgens de rechtbank Rotterdam is deze aanwijzing echter onvoldoende gemotiveerd geweest en is er na het verzoek van de rechtbank door DNB geen aanvullende motivering gegeven. De rechtbank stelt bovendien dat waar DNB deze aanwijzing wel motiveert, er een valide tegenmotivering van het pensioenfonds ligt.

Zoals uit de uitspraak van de rechtbank Rotterdam op te maken is, blijkt de interpretatie die verbonden wordt aan de *prudent person*-regel voor velerlei uitleg vatbaar te zijn. De rechtbank verwijt DNB de *prudent person*-regel met een zekere willekeur invulling te hebben gegeven en – om met de woorden van de rechtbank Rotterdam te spreken – kan de invulling van DNB ‘de rechterlijke toets’ niet doorstaan. Een laatste opmerkelijk punt is dat de rechtbank DNB niet in staat acht om met een verweer te komen dat de rechtbank tot een andere besluit zou moeten dwingen. Daaropvolgend heeft de rechtbank de aanwijzing vernietigd, DNB veroordeeld tot het vergoeden van de proceskosten en heeft de rechtbank ‘het onderzoek geopend’ naar het schadebedrag dat DNB aan het pensioenfonds moet betalen ter compensatie van de geleden schade als gevolg van de aanwijzing.

2.2.2 Uitspraak in hoger beroep door College van Beroep voor het bedrijfsleven

Op basis van deze uitspraak werd er door DNB hoger beroep bij College van Beroep voor het bedrijfsleven ingesteld. Deze deed op 10 september 2013 uitspraak, waarbij de eerdere uitspraak van de rechtbank Rotterdam werd bekrachtigd.⁷ Derhalve kan worden gesteld dat de poging van de toezichthouder om paal en perk te stellen aan in haar optiek (te) eenzijdige (risicovolle) beleggingen, gefaald heeft. Deze uitspraak is overigens definitief: hoger beroep is niet mogelijk, het College van Beroep voor het bedrijfsleven (CBB) is de eindrechter in deze zaak.

3. Verplichtingen voor pensioen(fonds)besturen

Alvorens in te gaan op de gedragsaspecten van beleggers (waar onder andere DNB aan refereerde), is het relevant het regelgevend kader, en dan in het bijzonder ten aanzien van governance, voor pensioenfondsen te benoemen.

3.1 Wet versterking bestuur pensioenfondsen

Deze wetgeving, ingegaan in augustus 2013, verplicht pensioenfondsen uiterlijk 1 juli 2014 hun governancestructuur aan deze wet aan te passen. De Pensioenwet wordt daarmee op sommige punten gewijzigd. Ruwweg bestaat de Wet versterking bestuur pensioenfondsen uit drie onderdelen: 1) Intern toezicht krijgt een prominentere plaats (zie aanbevelingen commissie Frijns, § 3.2), 2) er dient een adequate vertegenwoordiging te zijn voor alle risicodragers (deelnemers, pensioengerechtigden en andere aanspraakgerechtigden) en 3)

er dient een stroomlijning plaats te vinden van taken en organen om zo onduidelijkheid en overlap van taken te voorkomen. Rollen, taken en bevoegdheden moeten hier duidelijker in kaart gebracht worden. Er is in de nieuwe wet eveneens veel aandacht voor gedragsmatige en governance-gerelateerde risico's. Zo noemt art. 107 ('Diversiteit') Wet versterking bestuur pensioenfondsen dat een pensioenfonds in het jaarverslag dient te rapporteren over de samenstelling naar leeftijd en geslacht van het verantwoordingsorgaan, het belanghebbendenorgaan en het bestuur. Ook dient het pensioenfonds te

⁶ 'Reële matching' houdt in dat het pensioenfonds haar beleggingsportefeuille doelgericht inzet om een zo hoog mogelijke mate van toeslagverlening aan haar deelnemers te realiseren. Met andere woorden de beleggingsportefeuille wordt zodanig ingezet dat de inkomsten die uit deze portefeuille gegenereerd worden, zo goed mogelijk aansluiten op de geïndexeerde uitkeringen die door het pensioenfonds gedaan moeten worden. (Bron: Towers Watson, 2012).

⁷ Uitspraak College van Beroep voor het bedrijfsleven, 10 september 2013 (zaaknummer: AWB 12/423).

rapporteren welke inspanningen zijn verricht ter bevordering van de diversificatie in de diverse organen. Overigens zal DNB bij het toetsen van nieuwe bestuurders en andere beleidsbepalers de kennis, vaardigheden en professioneel gedrag toetsen. Daarbij heeft DNB aangegeven competenties minstens zo belangrijk als kennis te vinden.⁸

3.2 Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer Pensioenfondsen ('Commissie Frijns')

Het rapport van de Commissie Frijns is uitgekomen in januari 2010 en stelt dat pensioenfondsen zich te veel laten leiden door het rendement dat gehaald moet worden, waarbij ze onvoldoende aandacht hebben voor de risico's die onderwijl gelopen worden. Er is tevens zorg of het bestuur genoeg in staat is om tegenwicht te bieden aan de organisaties die de beleggingen uitvoeren, zowel intern als extern via mandaten. Het opstellen van een 'strategisch risicokader' wordt aanbevolen, waarin duidelijk wordt vastgelegd welke risico's een fonds kan en wil lopen. Door de uitbesteding van het beheer, ontstaat er een vergaande *principal-agent* relatie met de bekende intrinsieke potentiële problemen die in een dergelijke relatie schuilen. Is er voldoende grip op de de uitbesteding van het beheer? De gevaren ontstaan door de aanwezigheid van asymmetrische informatievoorziening en het verschil in belangen, zoals bijvoorbeeld bij 'fiduciair management' het geval zou kunnen zijn. Een zogenaamd 'fiduciair manager' heeft een coördinerende rol en neemt veel van de taken over⁹, waarbij er derhalve een hoge mate van verantwoordelijkheid bij een externe partij terecht komt. Bij het fiduciair managerconcept is er één partij die het overzicht heeft over het hele beleggingsproces en daardoor voor continuïteit zorgt. Die partij heeft echter niet identiek dezelfde belangen als het pensioenfonds en daarmee worden er nieuwe risico's geïntroduceerd, tenzij er heel duidelijke afspraken aangaande transparantie, monitoring en verantwoording zijn overeengekomen. De risico's nemen dus toe bij uitbesteding als het bestuur te weinig aandacht geeft aan de uitvoering van het vermogensbeheer. De Commissie noemt als voorbeeld externe managers die portefeuilles construeerden met daarin meer risico dan hetgeen het pensioenfonds meende te hebben afgesproken in het beleggingsmandaat.¹⁰ Een eventuele *performance fee* kan in zo'n geval onterecht worden uitbetaald; het hoge rendement is behaald met een (te) hoge mate van risico's die door het fonds niet is onderkend. Ook wordt het voorbeeld genoemd dat sommige beheerders meer tegenpartijrisico liepen dan werd beseft door het pensioenfonds. Bijvoorbeeld bleek er een risico op verliezen uit hoofde van de securities lending programma's vanwege een onbedoelde blootstelling aan het faillissement van Lehman Brothers in 2008.

Een ander aspect is de vraag of het fondsbestuur daadwerkelijk *in control* is en of het voldoende tegenwicht kan bieden aan de aanbieders van beleggingsproducten. Met negentien aanbevelingen doet de commissie een oproep om dit vraagstuk uit te werken en op te pakken. In de onderbouwing van de aanbevelingen stellen de auteurs: '*Expliciet risicomanagement maakt dus nog maar zeer beperkt deel uit van het bestuurlijke proces van pensioenfondsen.*'¹¹ Het bovengenoemde *principal-agent*-probleem kan volgens de Commissie beperkt worden, door *due diligence*, adequate contractering van de mandaten, continue monitoring van de externe vermogensbeheerders en goede functiescheiding.¹² Dit stelt dus nogal wat eisen!

3.3 Code Pensioenfondsen

De Pensioenfederatie en de Stichting van de Arbeid hebben samen de Code Pensioenfondsen opgesteld. Op 12 september 2013 is deze Code gepubliceerd. Integraal risicomanagement, beloningen, diversiteit en zittingstermijnen komen in de Code uitgebreid aan bod. De Code is wettelijk verankerd en de normen in de Code dienen gezien te worden als een aanvulling op de bestaande wet- en regelgeving. Pensioenfondsen behoren het 'pas-toe-of-leg-uit' principe te volgen bij de normen van de Code. Diverse gedragsmatige aspecten komen uitgebreid aan de orde in de Code. Zo stelt de Code op pagina 7:

'Deelname van personen met een uiteenlopende achtergrond en verschillende vaardigheden zorgt voor een meervoudig perspectief in het bestuur, het toezicht en de verantwoording en draagt bij aan de kwaliteit van het totale pensioenfondsbestuur.' Deze eis wordt uitgewerkt in, onder andere art. 3.2.2.53, waarbij wordt gesteld dat *'... de raad rekening houdt met opleiding, achtergrond, persoonlijkheid, geslacht en leeftijd'*. Additionele eisen zijn dat in het bestuur, het verantwoordingsorgaan of het belanghebbendenorgaan tenminste één man

⁸ Zie DNB Nieuwsbrief Wet versterking bestuur pensioenfondsen, augustus 2013.

⁹ Deze taken zijn bijvoorbeeld advies in het algemeen, educatie, portfolioconstructie, selectie van managers, rapportage en monitoring.

¹⁰ Zie Frijns, Nijssen en Scholtens, 2010, p. 45.

¹¹ Zie Frijns, Nijssen en Scholtens, 2010, p. 29.

¹² Zie Frijns, Nijssen en Scholtens, 2010, p. 45.

en één vrouw zitten waarbij er tenminste één lid jonger dan veertig jaar is en één lid ouder is dan veertig jaar. En iets verderop: 'Met de Code willen we het gedrag beïnvloeden van bestuurders, intern toezichhouders en belanghebbenden in de verantwoordingsfunctie'. Verder komen er zaken in voor als de eis dat het bestuur als 'goed huisvader' de pensioenregeling uitvoert (art. 2.1.1. Code), de waarborg dat de leden van het bestuur onafhankelijk en kritisch kunnen opereren (art. 2.1.5. Code), dat bestuursleden een programma van permanente educatie volgen en continu aandacht hebben voor het eigen functioneren, het gedrag en de cultuur met assistentie van een externe partij (art. 3.2.1.50 en 3.2.1.51 Code). Het moge duidelijk zijn dat de Code Pensioenfondsen veel aandacht besteedt aan inperking van gedragsmatige risico's. Vele van deze risico's komen immers voort uit de natuur van de mens zelf en zijn ingebakken in ons karakter en onze aard. We verwijzen naar paragraaf 4 hieronder voor een verdere beschrijving.

3.4 Aanbevelingen 'deskundig en competent pensioenfondsbestuur'

De Pensioenfederatie heeft aanbevelingen inzake een deskundig en competent pensioenbestuur in mei 2011 uitgebracht. Het doel is onder meer het kwalitatief verder versterken van de besturen en de individuele bestuursleden van alle pensioenfondsen. Er is veel aandacht voor de psychologische kant van het besturen van een pensioenfonds. Steekwoorden als gedrag, cultuur en groepsproces spelen een grote rol in de aanbevelingen. Direct in de inleiding al stelt het rapport (p. 8) dat diverse aanbevelingen ontleend zijn aan de organisatiepsychologie en dat deze te herleiden zijn tot persoonskenmerken van de individuele bestuurders en tot de groepsdynamiek binnen het bestuur. In het rapport wordt een standaard 'competentieprofiel' uitgewerkt, dat onder meer gebruikt kan worden bij de werving en selectie van nieuwe bestuursleden en bij de opzet en realisatie van het deskundigheidsplan, alsmede het functioneren van het bestuur. Voor een daadkrachtig en effectief bestuur is het nodig, volgens de Aanbevelingen, dat het bestuur beschikt over het drieluk denken – voelen – kracht. Deze drie begrippen worden uitgewerkt in concrete en meer gedetailleerde onderdelen. Het denken in benodigde competenties zou niet moeten gezien worden als absolute waarheid, maar behulpzaam moeten zijn bij het ontwikkelen van een visie en vervolgens een deskundigheidsplan en opleidingsplannen voor de bestuursleden. Ook dit rapport met aanbevelingen dringt aan op permanente educatie en zelfreflectie.

4. Gedragsaspecten uit behavioural finance

We bespreken hier kort enkele bekende predisposities in beleggersgedrag, zoals de neiging tot overmoed (*overconfidence*), het risico op *groupthink*, *herding* en *myopic loss aversion*.

4.1 *Overconfidence*

Dit is wellicht de meest bekende gedragsmatige predispositie. Een veel aangehaald voorbeeld is dat een overweldigende meerderheid van de mensen vindt dat ze betere rijders zijn dan hun medebestuurders op de openbare weg.¹³ Bij diverse enquêtes blijkt dat tenminste zeventig procent van de bestuurders van mening is dat ze bij de beste dertig procent van alle bestuurders behoren. Deze wiskundige onmogelijkheid dient zich ook aan bij allerlei andere beroepsgroepen, zoals artsen, advocaten, verplegend personeel en ook bij economen en managers. Zie Ackert en Deaves (2008), Barberis en Thaler (2002) en Malmendier en Tate (2008) voor een lange lijst met voorbeelden die aantonen dat mensen '*overconfident*' zijn. Met het stijgen op de bedrijfsladder, neemt het risico op het hebben van overmoed en zelfoverschatting toe. De mate van gedragsmatige overmoed neemt toe in werksituaties waarin de feedback niet-direct is, dat wil zeggen dat het niet onmiddellijk duidelijk is dat eerder genomen beslissingen niet juist waren.

Ook blijken hoog opgeleide en vakkundige personen meer blootgesteld te zijn aan deze gedragsmatige predispositie, juist vanwege hun relatief hoge kennisniveau. Er is dan een relatief grote kans dat men zich vergelijkt met iemand anders die minder hoog is opgeleid of minder vakkundig is. Als de betrokkenheid en het verantwoordelijkheidsgevoel ook nog eens sterk zijn, dan ontstaat de ideale voedingsbodem voor het ontwikkelen van een schadelijke mate van *overconfidence*. Met name bij topmensen dreigt dit gevaar, mede omdat ze in sommige gevallen ook nog eens weinig worden tegengesproken en mogelijk tot weinig zelfreflectie gedwongen worden. We verwijzen hierbij naar het interessante stuk van Oberndorff (2013) waarin beschreven wordt hoe zogenaamde 'Bokito-bankiers' in gesprek

¹³ zie Ackert en Deaves, 2008, p. 110.

gaan met DNB-psychologen, hetgeen tot soms vermakelijke maar ook enigszins beangstigende constatering leidt. De DNB-psychologen maken deel uit van het expertiseteam 'Cultuur, Organisatie en Integriteit'. Met vraaggesprekken en terugkoppeling proberen de psychologen het gedrag van de financiële topmannen te doorgronden.

Voor pensioenfondsbesturen is de les dat het hebben van overmoed één van de grotere gedragsmatige risico's is. Voor een deel opereert een grote belegger immers in vergelijkbare omstandigheden als hierboven geschetst. Er is weinig tot geen directe feedback op genomen beleggingsbeslissingen. Een eventuele foute allocatiebeslissing kan worden geïnterpreteerd als 'pech' doordat de markt tegenzit en objectieve beoordeling is daardoor moeilijk kwantificeerbaar. Door het bestaan van de zogenaamde 'attributiebias' is het ook nog eens heel menselijk om vervolgens de welgevallige uitkomsten (bijvoorbeeld een hoog behaald rendement) te interpreteren als een bewijs van de eigen, goede beslissingen in het verleden. Terwijl volgens dezelfde predispositie tegenvallende resultaten niet aan eigen besluiten te wijten zijn, maar veeleer worden gezien als het gevolg van pech, ongelukkige omstandigheden of andere oorzaken buiten de eigen beïnvloedingsfeer.

4.2 *Groupthink*

Beslissingen die in een groep (bijvoorbeeld een beleggingscommissie of een bestuur) tot stand komen kunnen kwalitatief zowel beter als slechter zijn dan beslissingen die individueel gemaakt worden. Een goed geleid groepsproces zal in het algemeen leiden tot betere beslissingen omdat er meer informatie beschikbaar gemaakt wordt, deze informatie beter wordt gefilterd en wordt afgewogen. Vervolgens worden in een gezamenlijk overleg de diverse voor- en nadelen gewogen en is de uiteindelijke beslissing beter gefundeerd dan dat een individu in het algemeen zelf zal kunnen. Echter, het nemen van beslissingen in een groep kan ook precies het omgekeerde resultaat hebben. Het kan bijvoorbeeld zo zijn dat er in een groep bijvoorbeeld één sterke leider is die een zware stempel drukt op de vergaderingen. Deze persoon (of externe adviseur van naam en faam) heeft een sterke mening en drukt die door, zonder dat de andere leden voldoende tegenwicht bieden. Wanneer de groep als geheel vervolgens die ene mening overneemt als de hare, dan neemt de ruimte voor nieuwe inzichten of tegengeluiden sterk af. De zogenoemde 'kokervisie' is een mooi voorbeeld, waarbij de groep alle nieuwe informatie afwijst die niet het bestaande standpunt bevestigt. Er is dan sprake van *anchoring*, waarbij men door deze gedragsmatige predispositie hardnekkig vasthoudt aan een eerder gedane voorspelling of verwachting en deze slechts zeer langzaam en met veel tegenzin aanpast aan nieuwe informatie die beschikbaar komt.

Dit gevaar bij *groupthink* wordt nog eens versterkt door het bestaan van de zogenaamde '*confirmation bias*' – alleen die informatie die past in de bestaande doelredenering en in het bestaande gedachtegoed wordt geloofd; de rest van de informatie wordt (onbewust) zoveel mogelijk terzijde geschoven als niet relevant. Een ander *groupthink* risico loopt men als er in een groep twee (of meer) duidelijke fracties bestaan. Zo'n splitsing in de groep treedt van nature sneller op als de groep uit duidelijk verschillende deelnemers bestaat. Bijvoorbeeld de ene helft van de groep is oudere mannen met veel ervaring maar wellicht met vastgeroeste ideeën. De andere helft bestaat uit nieuwkomers, die bijvoorbeeld jonger en vrouwelijk zijn. Of ze zijn vertegenwoordigers van een andere stakeholder dan de 'oude garde'. Bij het bestaan van dergelijke fracties in de groep, ontstaat het risico dat partijen zich schrap gaan zetten en niet meer luisteren naar elkaars argumenten. Het risico is dat de ene kant ten principale een tegengesteld standpunt zal nemen aan de mening van de andere kant. Of dat er compromissen gesloten worden die niet zozeer gericht zijn op het bereiken van de beste beslissing, maar slechts dienen ter voorkoming van een patstelling waarbij geheel geen beslissing meer wordt genomen.¹⁴ Kortom, *groupthink* brengt bepaalde gedragsmatige risico's met zich mee en het is essentieel om een goede voorzitter te hebben die deze mogelijke problematiek voortijdig herkent en aanpakt.

4.3 *Loss aversion en het disposition effect*

Keer op keer blijkt dat het nemen van verlies heel moeilijk is. Mensen hebben van nature de neiging om verliezen niet te willen nemen. Men hoopt er op dat het tij toch nog ten goede zal keren. Zolang een verliesdragende positie niet is verkocht, is het verlies nog niet gerealiseerd en houdt men hoop op een goede uitkomst. Door deze ingebakken predispositie, is men geneigd om meer risico te gaan nemen nadat er initiële verliezen zijn opgelopen. Een soort 'quitte-of-dubbel' houding kan ontstaan. Deze *regret aversion* zit ook besloten in

¹⁴ We verwijzen naar DNB (2013) voor een verdere discussie over groepsbeslissingen en de inherente risico's.

het gedrag dat het gevolg is van de dit zogenaamde *disposition effect*. Bij het nemen van beslissingen wegen verliezen beduidend veel zwaarder mee dan winsten. Op zich past deze gedragsmatige afwijking juist goed bij de *prudent person*-regel die de toezichthouder oplegt, want het leidt tot voorzichtigheid bij beleggingen. Maar als er anderzijds juist meer risico genomen zou worden na het behalen van een verlies, dan wordt precies het omgekeerde effect bereikt van hetgeen beoogd wordt met de regel. Tevens zou er geen overdreven, onrealistische angst moeten zijn voor de zogeheten 'tail risks' – uiteraard moeten deze risico's worden onderkend, maar ze dienen wel in de juiste mate te worden ingeschat. Door de zogenaamde *recency bias*¹⁵ en *availability bias*¹⁶ kan het zo zijn dat er een vertekende schatting is van de kans op het ontstaan van een nieuwe crisis in de markt. Het per se willen voorkomen van staartrisiko's kan daardoor ook leiden tot het maken van onnodig veel hedgekosten en dus te lage rendementen.

5. Conclusies

De pensioensector ziet zich in een relatief kort tijdsbestek geconfronteerd met een aanzienlijke hoeveelheid nieuwe wet- en regelgeving, maar ook codes en aanbevelingen. In toenemende mate wordt vereist dat processen professioneel opgezet zijn, waarbij controle en reconstrueerbaarheid een centrale rol spelen. Wat betreft het beleggingsproces van een pensioenfonds dient er een zorgvuldig gedocumenteerd beleggingsbeleid, met duidelijke risicoparameters en mandaatschrijving aanwezig te zijn om adequaat beleggingsbeslissingen te kunnen nemen en (ex post) verantwoording af te kunnen leggen aan interne en externe toezichthouders en andere stakeholders. Indien een beleggingspositie langer dan gepland aangehouden moet worden, dan zou hiervoor ook een duidelijk beleggingsprotocol moeten gelden. Dat beleggen geen zuiver objectieve activiteit is blijkt temeer uit de recente rechtszaak tussen DNB en een pensioenfonds. Het instellen van alleen prudentiële regels zal dan ook onvoldoende zijn om op lange termijn solide pensioenfonds te garanderen.

Een toenemende aandacht voor de zogenaamde *soft controls*, zoals samenstelling van het bestuur of beleggingscomité's, gewenst gedrag en vaardigheden van de bestuurders en beleidsbepalers moet, naast de *hard controls*, een wezenlijke bijdrage leveren aan stabiliteit. Daarbij moet er naar onze mening voldoende aandacht zijn voor één van de grootste valkuilen van een beleggingscomité: gedragsmatige predisposities. Grote ego's in het bestuur, stokpaardjes bij beleggingsselectie en dogmatisch denken bij het beleggingsbeleid kunnen parten spelen.

In de wetenschappelijke literatuur is *behavioural finance* geen nieuw begrip.¹⁷ Hoe er met deze *biases* omgegaan moet worden, is echter nog minder duidelijk, maar gelukkig neemt ook op dit gebied de literatuur de laatste jaren snel toe. Zie daartoe bijvoorbeeld het baanbrekende stuk van Larrick (2004) over hoe men 'debiasing' kan toepassen om te komen tot betere beslissingen. Toezichthouders onderkennen het belang van kennis op dit gebied, en vele juiste aanwijzingen staan vermeld in bijvoorbeeld de Code Pensioenfonds en de Wet versterking pensioenfonds het 'Leading by example' rapport van DNB (2013). Of zie de White Paper van Stork (2013) die is geschreven in opdracht van de Monitoring Commissie Code Banken. Een belangrijke eerste stap is erkenning en herkenning van de gedragsmatige predisposities zoals wij die hebben beschreven. Door middel van hoogwaardige (permanente) educatie zouden beleidsbepalers geïnformeerd moeten worden over deze gedragsvalkuilen. Worden deze valkuilen in een open bedrijfscultuur besproken, dan zal dit naar onze mening leiden tot een fundamentele verbetering van de soft controls en wezenlijk bijdragen aan een verbetering van de governance van een pensioenfonds.

6. Aanbevelingen voor de compliancefunctionaris

Het gaat te ver om hier een handleiding te schrijven voor de compliance officer of het lid van de beleggingscommissie. De hieronder genoemde lijst heeft zeker niet de pretentie alomvattend te zijn. Er zijn nog vele andere aanbevelingen mogelijk, zie daartoe de boven beschreven literatuur. Waar het ons om gaat is dat er blijvend aandacht is voor de gedragsmatige risico's die pensioenfondsbestuurders lopen. Enkele basale technieken kunnen gebruikt worden om de grootste risico's al

¹⁵ 'Recency bias' is het fenomeen dat een persoon recente gebeurtenissen gemakkelijker herinnert ten opzichte van gebeurtenissen die langer geleden zijn gebeurd.

¹⁶ 'Availability bias', het fenomeen dat een persoon beslissingen neemt op informatie die snel voor handen is.

¹⁷ Nobelprijswinnaar (2002) Daniel Kahneman en Amos Tversky worden beschouwd als de grondleggers van behavioural economics/finance en zijn sinds eind zestiger jaren van de vorige eeuw al bezig met wetenschappelijk onderzoek op dit onderwerp.

enigszins in te dammen. Deze zaken staan alle al genoemd in documenten die door de toezichthouder en andere 'stakeholders' worden verspreid. We denken daarbij met name aan: zelfreflectie, permanente educatie en het creëren van een open cultuur waar tegenspraak mogelijk is en zelfs nagestreefd wordt. We verwijzen tevens naar het DNB (2013) rapport dat veel aandacht aan dit onderwerp besteedt.

Er moet bij de selectie van de beleggingscommissie van het pensioenfonds voldoende aandacht zijn voor karaktereigenschappen van de (nieuwe) leden. Daarbij zou er aandacht moeten komen voor beleggersgedrag. Wat is de persoonlijke beleggingsstijl en -kennis van de betreffende persoon? Reageert een persoon impulsief of juist analytisch? Is er voldoende diversiteit in de commissie?

- Onderricht op gebied van predisposities is wenselijk. Inzicht in eigen gedrag en elkaars gedrag kan ervoor zorgen dat bekende beleggersemoties herkend worden en zodoende adequaat gepareerd kunnen worden. Dit kan een onderdeel zijn van een permanent educatieprogramma waar er zowel aandacht is voor zowel beleggingstechniek als beleggersemoties. Tevens zou er periodiek ruimte gemaakt dienen te worden voor kritische zelfreflectie met aandacht voor de beoordeling- en besluitvormingcultuur.
- Het entameren van een open cultuur. Door stokpaardjes of dogmatische redeneringen bespreekbaar te kunnen maken, ontstaat een lerende en zelfs zelfcorrigerende cultuur binnen een beleggingscommissie.
- In het verlengde van het voorgaande punt, zou er expliciet en bewust tegenspraak georganiseerd moeten worden bij het nemen van de belangrijkere beslissingen. Besluiten worden kwalitatief beter als er een 'advocaat van de duivel' is die tegenargumenten naar voren brengt. Er bestaan diverse technieken en methodes om dit soort tegenspraak te organiseren, zie daartoe bijvoorbeeld Larrick (2004).

Wij realiseren ons dat niet alle hierboven genoemde aanbevelingen het terrein zijn van de compliancefunctionaris. De beleggingscommissie zelf is immers uiteindelijk verantwoordelijk voor het wel of niet opvolgen van aanbevelingen en in het bijzonder voor het invullen van de open *prudent-person*-norm. Zonder in wet- of regelgeving vastgelegde kwantitatieve voorschriften, hebben het bestuur en de beleggingscommissie veel ruimte bij de feitelijke invulling van het beleggingsbeleid van het pensioenfonds. De recente zaak tussen DNB en Stichting Pensioenfonds Vereenigde Glasfabrieken illustreert deze aanwezige mate van vrijheid. Ter beperking van de risico's die voortkomen uit diep in de mens ingebakken gedragsmatige predisposities, dienen de compliance officer, risicomanager en governance structuur van goede kwaliteit te zijn. Wij hopen dat dit artikel, passend in de toenemende aandacht voor 'soft controls', de compliance officer enigszins kan helpen om gedragsmatige risico's tijdig te herkennen en vervolgens goede aanbevelingen te doen aan het bestuur en de beleggingscommissie. ■

Referenties

Ackert, L.F. en R. Deaves, *Behavioral Finance. Psychology, Decision-Making and Markets*, South-Western, Cengage Learning 2010..

Barberis, N. en R. Thaler, 2002, 'A Survey of Behavioral Finance', *NBER Working Paper Series*, nr. 9222.

DNB, rapport 'Leading by example', 2013.

DNB, Nieuwsbrief Wet versterking bestuur pensioenfondsen, 2013.

Frijns, J.M.G., Nijssen, J.A. en L.J.R. Scholtens, 2010, Pensioen: 'Onzekere zekerheid'. Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer. Een analyse van het beleggingsbeleid en het risicobeheer van de Nederlandse pensioenfondsen.

Larrick, R.P, 'Debiasing' in *Blackwell Handbook of Judgment and Decision Making*, editors D.J. Koehler en N. Harvey, Blackwell Publishing Ltd 2004.

Maatman, R., '10 jaar prudent person-regel', *Ondernemingsrecht* 2013/93, Kluwer 2013.

Malmendier, U. en G. Tate, 'Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction', *Journal of Financial Economics*, 2008/89, 20-43.

Oberndorff, M., 'DNB_psychologen pakken Bokito-bankiersaan', *Vrij Nederland* 31-1-2013.

Stork, P.A., 2011, *Naar Beter Risicomanagement bij Nederlandse Banken*, White Paper geschreven op uitnodiging van de Monitoring Commissie Code Banken, zie www.commissiecodebanken.nl/.

Towers Watson, *Pensioenbegrippen*, 2012.