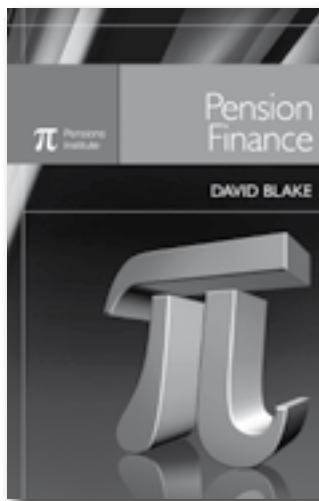


De redactie nodigt lezers uit boeken te recenseren voor deze rubriek

Dit boek is de tweede in een reeks verzorgd door het Pensions Institute (London). David Blake is hieraan als directeur verbonden. Het boek start met een behandeling van de verschillende categorieën pensioenfondsen, inclusief *private equity* en een lijst van fondsmanagers die voor pensioenfondsen verantwoord beleggen. Vervolgens komt pensioen als onderdeel van het vermogen van gezinnen aan de orde. Interessant is de behandeling van de relatie tussen pensioenfondsen en onderneming zoals deze in Angelsaksische landen gebruikelijk is. Het gepresenteerde onderzoek wijst erop dat een hoge winstgevendheid van de onderneming samengaat met goed gevulde pensioenfondsen. Laatstgenoemde levert op zijn beurt ook weer een positief effect op de rating en de beurskoers van de onderneming. Pensioenfondsen en onderneming staan dus niet los van elkaar en vanuit dat perspectief is het weergeven van een tekort of een overschot in het pensioenfonds op de balans van de onderneming dus verdedigbaar met name als er (zoals in het Verenigd Koninkrijk (VK)) een formele en/of materiële knip tussen de onderneming en het pensioenfonds ontbreekt. De (Nederlandse) praktijk op dit punt is overigens gedifferentieerd, voor sommige typen fondsen en regelingen geldt een vrijstelling voor het opnemen van een dergelijke balanspost. Wat hierbij bovendien compliceert is dat er geen eenduidigheid is tussen economen, accountants en actuarissen over de waardering van de pensioenverplichting. De waardering van de pensioenverplichting bij de onderneming kan dus een andere zijn dan die het pensioenfonds hanteert. Een Angelsaksisch boek betekent veel aandacht voor *defined contribution*-regelingen. Het beeld is niet erg positief. Door het ontbreken van intergenerationale risicodeling wordt in *defined contribution*-regelingen voor een conservatieve beleggingsmix gekozen, leidend tot hogere premies. Dit wordt versterkt door hogere kosten; op lange termijn (25 jaar) bedragen deze 9,8 à 27,8 procent van het eindkapitaal (gespreid over de looptijd 0,68 à 2,16 procent per jaar). Uiteraard is er ook aandacht voor *defined benefit*-regelingen en de mogelijkheden om de risico's voor de deelnemer en de sponsor als optie te benaderen en te waarderen. Dit is behulpzaam om potentiële conflicten tussen deze twee groepen beter te begrijpen (Kocken, 2006). Een belangrijk element bij *defined benefit*-regelingen is de discontovoet van de verplichtingen. In het boek wordt geconstateerd dat verschillende zienswijzen (zowel het gemiddelde verwachte rendement van de portefeuille als een risicovrij rendement) verdedigbaar zijn. De verschillen in EU-lidstaten zijn substantieel (DNB, 2007a). Ook



Blake, D. (2006) *Pension Finance*. Chichester: John Wiley and Sons Ltd.

de hoofdstukken over prestatie(meting) zijn interessant. Er zijn diverse berekeningsmethoden, waarbij idealiter ook rekening wordt gehouden met het gelopen risico. Er is sprake van grote prestatieverschillen. In het VK zit tussen slechte en goede *defined contribution*-regelingen een rendementsverschil van vier tot zes procent. Dit betekent dat een goede uitvoerder leidt tot een drie tot vijf keer hoger eindkapitaal dan een slechte uitvoerder. Bovendien duurt het gemiddeld zestien jaar voordat een slechte performer de markt verlaat. Het rendement van de meer traditionele *defined benefit*-fondsen in het VK ligt iets onder het rendement in de markt van een vergelijkbare portefeuille. Voorts blijkt dat de bulk ongeveer gelijk presteert, namelijk dichtbij de index (*herding*). Er is dus weinig differentiatie. Het beeld qua prestatie voor Nederland is op basis van recent DNB-materiaal overigens positiever. Pensioenfondsen halen iets hogere rendementen dan andere beleggers met een vergelijkbare portefeuille. Voor de periode 1999/2006 gaat het om 1¾ procent, ofwel gemiddeld een kwart procent per jaar (DNB, 2007b). In het onderdeel over risicoafdekking zijn met name de passages over obligaties met een coupon die afhangt van de levensverwachting lezenswaardig. Met zo'n obligatie zou een pensioenfonds het risico van een hogere levensverwachting kunnen overdragen aan een andere partij. De (terechte) vraag die in het boek wordt opgeworpen is wie zo'n obligatie zou willen kopen. Grote marktpartijen als commerciële verzekeraars en de overheid zitten immers met vergelijkbare risico's. Wel kan de overheid via de uitgifte van dergelijke obligaties dit risico op zich nemen en vervolgens via hogere belastingen financieren. Laatstgenoemde moet dan evenwel naar verwachting weer via hogere belastingen op arbeid worden opgebracht. Een verhoging van de pensioenpremie ligt dan dicht bij huis. Al met al is het een lezenswaardig boek. Het biedt niet alleen praktische aanknopingspunten voor het financiële beleid van pensioenfondsen maar ook een kader dat van pas komt bij het bezien van alternatieven voor het huidige stelsel, waardoor het in een behoefte zal voorzien.

#### LITERATUUR

DNB (2007a) Verschillen in pensioentoezicht tussen landen vragen om een integrale vergelijking, *Kwartalbericht*, maart 2007, 39-43.

DNB (2007b) Behalen pensioenfondsen de rendementen die ze nastreven? *Statistisch Bulletin*, juni 2007, 19-23.

Kocken, T. (2006) *Curious Contracts*. 's-Hertogenbosch: Tutein Nolthenius.

---

#### PIET VAN DER GRAAFF

Secretaris Toezicht en Financiële Markten bij de Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen (OPF)