



Een transatlantisch meningsverschil

Onlangs was ik op een zeer geslaagde conferentie georganiseerd door Netspar en De Nederlandsche Bank (DNB). Specialisten uit de hele wereld deden verslag van hun ervaringen opgedaan met tal van recente innovaties in pensioenstelsels. Wat daarbij allereerst opvalt was de brede overeenstemming over het einde van het rationele individu. Wanneer dat individu gevraagd wordt een verstandige keuze te maken over de mate van risico die hij bij zijn pensioenbeleggingen wil lopen, dan kiest hij uit de voorgelegde opties de eerste of de laatste. Wanneer hem gevraagd wordt of hij in aandelen wil beleggen, zegt hij vaak nee, want aandelen zijn zo risicovol. Wanneer hem echter gevraagd wordt of hij in het bedrijf wil beleggen waar hij nu werkt, dan zegt hij onverkort ja. Van dat bedrijf meent hij immers zeker te weten dat het goed gaat. Dat wisten de medewerkers van Enron indertijd ook. Het zou ook verstandig zijn om de keuze van het beleggingsprofiel na verloop van tijd eens wat bij te stellen. Zo is het theoretisch verstandig om naarmate de jaren beginnen te tellen, een wat minder risicovol beleggingsmix te kiezen. In de praktijk komt daar weinig van terecht. Eenmaal genomen beslissingen, worden meestal niet meer herzien. Wanneer het individu gevraagd wordt of hij een partnerpensioen wil, dan hangt het sterk af van de manier waarop hem die vraag gesteld wordt of hij dat wil of niet. Kleine wijzigingen in de procedure hebben enorme gevolgen voor de uitkomst van het keuzeproces. Kortom: individuen weten vaak niet wat ze moeten kiezen. Er zijn talrijke pogingen gedaan om met extra voorlichtingscampagnes en cursussen mensen beter onderlegd hun beslissingen te laten nemen, maar dat heeft weinig uitgehaald. En als ik naar mezelf kijk dan is dat een weinig verrassende conclusie. Uit hoofde van mijn functie word ik geacht van dit soort zaken verstand te hebben, maar voor mijn eigen beleggingsbeleid geef ik eerlijk gezegd geen stuiver. De onvermijdelijke conclusie uit dit alles is dat het van cruciaal belang is om goede *default-opties* te hebben: als het individu weigert te kiezen, of in verwarring maar de eerst aangeboden optie aanstreept, dan moet dat in ieder geval geen krankzinnige keuze zijn. Het tweede opvallende punt op de conferentie was de hoge transactiekosten van individuele beleggingsbeslissingen, en meer in het algemeen, van individuele beslissingen over de inrichting van het pensioen. Keith Ambachtsheer liet op de conferentie zien dat collectieve pensioenfondsen gemiddeld genomen een rendement realiseren dat een procentpunt hoger ligt dan het rendement op individuele beleggingsportefeuilles. De oorzaken van dit grote verschil in prestaties zijn drieërlei. Ten eerste vraagt een individueel beleggingsbeleid om

voorlichting over mogelijk keuzemogelijkheden, of om het wat minder omfloerst te zeggen, om forse reclameinspanningen van aanbieders van beleggingsproducten om het individu zover te krijgen juist hun producten te kopen. Die reclameinspanningen zijn kostbaar, en die kosten moeten uiteindelijk worden betaald uit het beleggingsrendement voor de klant. Ten tweede is er een principaalagent probleem. Hoe weet de klant dat de beheerder van het pensioenfonds het vermogen belegt in het beste belang van de klant? Doet de beheerder wel maximaal zijn best om met minimaal risico een zo hoog mogelijk rendement te halen? Of maakt hij zich er met een jantje-van-leiden vanaf. Ten derde profiteert een pensioenfonds van schaalvoordelen. Er is geen sector waar schaalvoordelen een grotere rol spelen dan in de beleggingsindustrie. Een marktanalyse voor de belegging van 1 miljard euro is even duur als voor de belegging van 300 miljard euro. Een grote belegger heeft dus een veel hogere vermogensopbrengst om de kosten van die marktanalyse over te versleutelen. Naast het einde van het rationele individu en de hoge transactiekosten van individuele beleggingsbeslissingen viel mij persoonlijk nog een derde punt op: de volstrekt uiteenlopende reactie op de eerste twee punten aan deze en aan gene zijde van de Atlantische Oceaan. Gene zijde zoekt de oplossing altijd binnen het kader van individuele beslissingvrijheid. Toegegeven, er moet gezorgd worden voor betere default-opties, en individuen moeten beter worden geschoold in het wel en wee van financiële transacties. En het verdient aanbeveling om het aantal beleggingsfondsen te beperken. Maar bij dit alles staat het axioma van de keuzevrijheid van het individu niet ter discussie, verplichtingen zijn niet aan de orde. Deze zijde daarentegen, niet in de laatste plaats Nederland met zijn goed ontwikkelde pensioensector, kijkt met tevredenheid naar het pensioengebouw. Rond 2002 was er weliswaar sprake van een forse crisis, maar uiteindelijk is de sector die crisis goed doorgekomen. De pensioencontracten kunnen nog steeds verder worden verbeterd, zie Van Ewijk en Teulings (2007). Maar door de bank genomen staat de sector er goed voor. En alle problemen die op de conferentie van Netspar en DNB zijn besproken, worden met ons verplichte pensioenstelsel juist adequaat geadresseerd. Wat wil je nog meer, zo voel je iedereen denken. En eerlijk gezegd, in dat opzicht ben ik een Europeaan.

LITERATUUR

Ewijk, C. van en C. Teulings (2007) *Efficiëntie en continuïteit in pensioenen: het FTK nader bezien*. CPB position paper. http://www.cpb.nl/nl/pub/andere/position_paper_pensioenen.pdf