

Het stille vermogen van pensioenfondsen

De laatste tijd worden er in brede kring discussies gevoerd waarbij de institutionele beleggers — dat zijn alle pensioenfondsen, levensverzekeringsmaatschappijen, spaarbanken en sociale fondsen — centraal staan. Die discussies betreffen onder meer voorstellen van verschillende politieke en maatschappelijke groeperingen om beleggingsvoorschriften voor de institutionele beleggers op te stellen. Deze beleggingsvoorschriften zouden ervoor moeten zorgen dat de beleggers meer gaan investeren in projecten met bijzondere maatschappelijke prioriteit, zoals (sociale) woningbouw, stadsrenovatie (vergelijk het plan-Schaefer), milieuverbetering en energiebesparing. In dit artikel zullen wij ons beperken tot het in kaart brengen van de „financiële ruimte” van de bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen.

Enkele algemene gegevens

In Nederland zijn zo'n 1.100 pensioenfondsen, die onder te verdelen zijn in bedrijfspensioenfondsen (82) en ondernemingspensioenfondsen (ruim 1.000). Bij een bedrijfspensioenfonds zijn de pensioenverplichtingen van ondernemingen uit een bepaalde bedrijfstak ondergebracht, zoals bij voorbeeld het Bedrijfspensioenfonds voor de Metaalindustrie. Een ondernemingspensioenfonds daarentegen is gebonden aan één onderneming, zoals het Philipspensioenfonds en het AKZO-pensioenfonds. Daarnaast bestaat er voor ambtenaren het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds. Opvallend is de sterke stijging in de loop der jaren en de enorme omvang die het totale vermogen heeft aangenomen. Het totaal belegd vermogen van alle institutionele beleggers tezamen bedroeg eind 1980 ongeveer f. 250 mrd. Van de pensioenfondsen neemt het ABP bijna 50% van de lange beleggingen voor zijn rekening.

De pensioenfondsen hebben tot taak de pensioenvoorzieningen voor de deelnemers, werknemers en huidige pensioentekkers, zeker te stellen. De middelen daartoe krijgen de fondsen uit de pensioenpremies die worden betaald door werknemers en werkgevers gezamenlijk en uit de opbrengsten van de beleggingen zoals interest, dividend en huur. Daar staan de uit te betalen pensioenen aan de gepensioneerde werknemers tegenover. Vanwege de door werknemers verlangde zekerheid met betrekking tot de hoogte van de pensioenen zullen de pensioenfondsen ten aanzien van hun beleggingen een zo laag mogelijk risico willen lopen en een zo hoog mogelijk rendement willen behalen. De geneigdheid van de fondsen risico's te mijden, komt duidelijk tot uitdrukking in de verdeling van het belegd vermogen over de verschillende categorieën, zoals die is weergegeven in tabel 1.

Tabel 1. Procentuele verdeling van de beleggingen van de bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen in Nederland

	1974	1976	1978	1979	1980
Vaste eigendommen	15,3	14,0	13,2	12,9	12,8
Hypotheek	6,9	5,9	5,9	6,0	5,8
Effecten	22,6	21,6	17,6	16,7	16,2
Leningen op schuldbekentenis	49,9	50,8	55,9	57,2	59,3
Andere beleggingen	2,4	3,0	3,4	3,9	3,9
Overige beleggingen	2,9	4,8	3,4	3,2	2,1
Totaal in procenten	100	100	100	100	100
Totaal belegd vermogen (in mln. gld.)	33.849	46.755	62.003	69.274	79.131
Gemiddeld rendement in procenten	6,88	7,51	7,78	7,95	8,24

Bron: Berekend met behulp van gegevens uit verschillende jaarverslagen van de Verzekeringskamer.

Uit tabel 1 blijkt dat er sinds 1974 een aanzienlijke verschuiving heeft plaatsgevonden tussen de verschillende soorten beleggingen. De post „leningen op schuldbekente-

nis” is de afgelopen jaren sterk toegenomen. Dit valt onder andere te verklaren uit het feit dat de terugbetaling van de leningen is gegarandeerd door de staat, andere openbare lichamen, multinationale ondernemingen of banken, alsmede uit het feit dat de laatste jaren op dit soort beleggingen een hoge rente wordt gemaakt. Precies wat pensioenfondsen willen: een laag risico en een hoog rendement.

De toename van de „leningen op schuldbekentenis” is gepaard gegaan met een daling van de posten „vaste eigendommen”, „hypotheek” en „effecten”. De belangrijkste oorzaken hiervan zijn de grote onzekerheid over de waardevastheid van deze beleggingsobjecten en de rendementsontwikkelingen daarvan in de toekomst. Als voorbeeld kan de post „vaste eigendommen” dienen. In 1975 is het systeem van de dynamische-kostprijs huur ingevoerd, waarvan de beleggers verwachtten dat het hun rendement op investeringen in woningbouw daarmee op investeringen in onroerend goed zou aantasten. Daarboven op kwam nog dat de huizenmarkt aan het eind van de jaren zeventig sterk is ingezakt, wat een aanzienlijke waardevermindering van woningen met zich bracht. Het gevolg was dat de institutionele beleggers geen vertrouwen meer in de woningsector hadden en zich uit die sector begonnen terug te trekken. In 1980 heeft een aanpassing plaatsgevonden van het systeem van de dynamische-kostprijs huur. Hierop besloten enkele grote pensioenfondsen waaronder de PGGM, het ABP en de Metaalindustrie, beduidend meer in woningbouw en met name in premiehuurwoningen te beleggen dan in voorgaande jaren het geval was. Het lijkt erop dat ook andere pensioenfondsen meer interesse krijgen in de (sociale) woningbouw 1).

Met betrekking tot de rendementsontwikkeling valt uit tabel 1 af te leiden dat deze een stijgende tendens vertoont. Op de gevolgen daarvan wordt verderop in dit artikel nader ingegaan.

Contante-waardemethode

In tegenstelling tot een onderneming vindt het grootste deel van de vastliggende uitgaven van een pensioenfonds in de verder weg gelegen toekomst plaats. Bij het opstellen van de jaarlijkse balans en de verlies- en winstrekening moet daarom een andere rekentechniek worden toegepast om een zinvolle vergelijking tussen de waarde van het actieve en het passieve vermogen mogelijk te maken. Die techniek is de contante-waardemethode. Daarbij worden alle waarden uit het verleden en de toekomst herleid op hun contante waarde, dat is de waarde op de balansdatum.

De meeste problemen geeft de bepaling van de contante waarde van de toekomstige pensioenverplichtingen. Per pensioenfonds hebben vaak duizenden mensen pensioenrechten opgebouwd, ieder met een andere „pensioengeschiedenis”. Verschillen zijn gelegen in met name geslacht en te verwachten levensduur, aantal dienstjaren en hoogte van het laatst verdiende inkomen. Omdat somming van alle individuele pensioenrechten technisch erg moeilijk uitvoerbaar is, maakt de verzekeringswiskundige (actuaris) van een pensioenfonds gebruik van schattingen van, onder andere, de verplichtingen per maand. Toekomstige waarden worden naar hun contante waarde „teruggerekend” met behulp van een rekenrente. Is de rekenrente lager, dan is de contante waarde hoger. De premiereserve is de contante waarde van de reeds opgebouwde pensioenen of, anders gezegd, de contante waarde van de pensioenuitkeringen in de toekomst verminderd met de contante waarde van de nog te ontvangen premies. Naast de premiereserve verschijnt op de balans de algemene reser-

1) Recente uitspraken van de nu demissionaire minister van Volkshuisvesting en Ruimtelijke Ordening wijzen daarop. Zie ook L. van der Geest, *ESB*, 15 juli 1981, blz. 665.

ve, door de Verzekeringskamer „overige reserve” genoemd. Onder die post wordt, op enkele kleine uitzonderingen na, waaronder kasgelden en girale tegoeden, het vermogen ondergebracht dat niet tot de premiereserve wordt gerekend. De ontwikkeling van beide reserves in de loop der jaren is in tabel 2 weergegeven.

Tabel 2. Omvang premiereserve en algemene reserve van de bedrijfspensioenfondsen en ondernemingspensioenfondsen te zamen (in mrd. gld.)

	1976	1977	1978	1979	1980
Premiereserve	43.915	50.546	57.653	64.207	73.203
Algemene reserve	5.778	7.087	8.915	10.939	12.743

Bron: verschillende jaarverslagen van de Verzekeringskamer.

Rekenrente en „stille reserves”

De hoogte van de rekenrente die de pensioenfondsen hanteren bij het berekenen van de premiereserve wordt vastgesteld door de Verzekeringskamer. De Verzekeringskamer is krachtens de Pensioen- en spaarfondsenwet het toezichthoudende orgaan voor de de pensioenfondsen en geeft onder andere voorschriften betreffende de manier van berekenen van de premiereserve. De laatste jaren is de rekenrente vrijwel onveranderd gebleven en bedraagt gemiddeld voor alle fondsen 4%. De rekenrente wordt gezien als het rendement dat het belegd vermogen ten minste moet opbrengen. Eerder in dit artikel is het werkelijke rendement vermeld; het is de laatste jaren toegenomen van 7% tot 8%. Wat er gebeurt wanneer in plaats van 4% een rekenrente wordt gebruikt die dichterbij het reële rendement benadert, is nagegaan voor de financiële situatie van het Bedrijfspensioenfonds voor de Metaalwarenindustrie. Volgens de actuaire van dat fonds daalt de premiereserve met ongeveer 4½% wanneer de rekenrente met ¼% wordt verhoogd, en met ongeveer 18% wanneer 5 in plaats van 4% wordt genomen. Het bedrag waarmee de dan noodzakelijk geachte premiereserve afneemt, en waarmee dus de algemene reserve toeneemt, is een „stille reserve”. In tabel 3 wordt voor het Bedrijfspensioenfonds voor de Metaalindustrie de omvang van de „stille reserve” voor 1980 gegeven, bij verschillende hoogten van de rekenrente. Daar wordt ook vermeld wat de omvang is van de noodzakelijke algemene reserve. Het is namelijk zo dat de algemene reserve als buffer voor onvoorziene situaties (langere levensduur, toename premievrije pensioenrechten voor WAO-ers, sterke prijsstijging enz.) niet oneindig groot hoeft te zijn. De AMRO-bank stelt de noodzakelijke algemene reserve op 5 à 10% van de premiereserve; andere bronnen vermelden 10%. Vanwege de toenemende onzekerheid in het economisch leven hebben wij de noodzakelijke algemene reserve gesteld op 15% van de premiereserve. Dat deel van de algemene reserve dat niet noodzakelijk is voor onvoorziene omstandigheden, beschouwen wij als niet-noodzakelijk vermogen.

Tabel 3. Niet-noodzakelijk vermogen voor het Bedrijfspensioenfonds voor de Metaalindustrie in 1980 (in mrd. gld.)

	Rekenrente		
	4%	5%	6%
1. Totale vermogen	4,5	4,5	4,5
2. Premiereserve, bij een bepaalde rekenrente	3,6	2,95	2,3
3. Algemene reserve (1-2)	0,9	1,55	2,2
waarvan vrijkomende „stille reserve” als gevolg van toepassing hogere rekenrente	—	0,65	1,3
4. Noodzakelijke algemene reserve (15% van 2)	0,54	0,44	0,35
5. Niet-noodzakelijk vermogen (3-4) ...	0,36	1,11	1,85

Hoewel pensioenfondsen bij het berekenen van de premiereserve niet van dezelfde veronderstellingen uitgaan,

kan toch binnen redelijke grenzen worden verondersteld dat de uitkomsten van de berekeningen voor het Bedrijfspensioenfonds voor de Metaalindustrie veralgemeeniseerd kunnen worden naar alle andere bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen toe. De resultaten daarvan staan in tabel 4.

Tabel 4. Niet-noodzakelijk vermogen van alle bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen te zamen (in 1980, in mrd. gld.)

	Rekenrente		
	4%	5%	6%
1. Totale vermogen	85,9	85,9	85,9
2. Premiereserve, bij een bepaalde rekenrente	73,2	60,0	46,85
3. Algemene reserve (1-2)	12,7	25,9	39,05
waarvan vrijkomende „stille reserve” als gevolg van toepassing hogere rekenrente	—	13,2	26,35
4. Noodzakelijke algemene reserve (15% van 2)	10,98	9,0	7,03
5. Niet-noodzakelijk vermogen (3-4) ..	1,72	16,9	32,02

Bron: Berekend met behulp van gegevens uit verschillende jaarverslagen van de Verzekeringskamer.

Conclusies

Tegen de achtergrond van de rendementsontwikkeling op het belegd vermogen van de pensioenfondsen moet een verhoging van de rekenrente naar 5 of 6% tot de reële mogelijkheden worden gerekend. Uitgaande van de veronderstelling dat een algemene reserve ter grootte van 15% van de premiereserve groot genoeg moet worden geacht om eventuele toekomstige tegenvallers op te kunnen vangen, laat toepassing van een hogere rekenrente een enorm niet-noodzakelijk vermogen zien. Dat kan, afhankelijk van de hoogte van de toegepaste rekenrente, oplopen tot f. 30 mrd. voor alle bedrijfs- en ondernemingspensioenfondsen in Nederland te zamen. Het niet noodzakelijke vermogen kan worden aangewend voor verlaging van de te betalen pensioenpremies en/of verhoging van de pensioenen, maar ook voor investeringen — eventueel tegen een wat lagere rente — in maatschappelijk gewenste prioriteiten als de sociale woningbouw.

De belangrijkste reden om voorzichtig te zijn met een verhoging van de rekenrente ligt in de onbekendheid met de ontwikkeling van de rente op de lange termijn. Mocht het tot een rentedaling komen, dan zal als gevolg van de dalende rendementen ook de rekenrente verlaagd moeten worden. De algemene reserve zal dan groot genoeg moeten zijn om de daarmee gepaard gaande toename van de premiereserve op te vangen. Verder kunnen de pensioenfondsen ook niet zo maar op korte termijn miljarden aan de kapitaalmarkt onttrekken en/of binnen de kapitaalmarkt realloceren zonder de rentestand te beïnvloeden. De aard en omvang van die beïnvloeding is hier buiten beschouwing gelaten.

Een hogere rekenrente kan de pensioenfondsen worden opgelegd door de Verzekeringskamer. Mocht de Verzekeringskamer dat niet willen doen, dan kunnen, bij voorbeeld op initiatief van de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, krachtens artikel 28 van de Pensioen- en spaarfondsenwet op dit punt bij algemene maatregel van bestuur „regelen” worden gesteld.

Thijs Jansen Jeroen Kibbelaar Huub Popping
Dirk-Jan Kamann Eduard Leutscher Jan Zonjee*

* De eerste auteur is verbonden aan de pensioengroep „De verontruste FNV-leden”. De overige auteurs zijn verbonden aan de Wetenschapswinkel voor Economie van de Rijksuniversiteit Groningen. Dit artikel is gebaseerd op het rapport over de financiële situatie bij het Bedrijfspensioenfonds voor de Metaalindustrie, verkrijgbaar bij de Wetenschapswinkel voor Economie, Postbus 800, 9700 AV Groningen.