

Lange horizon neemt risico niet weg

Wie het nog niet wilde geloven kan er na de rapporten van de commissie-Frijns (Frijns *et al.*, 2010) en de commissie-Goudswaard (Goudswaard *et al.*, 2010) niet meer omheen: het Nederlandse pensioensysteem is in zijn huidige vorm niet houdbaar. De risico's ervan worden niet adequaat beheerd, wie de risico's draagt is niet duidelijk genoeg en het ambitieniveau is te hoog. Een fundamentele heroverweging is nodig. Dat is misschien niet letterlijk wat de twee commissies zeggen, maar het is wel wat zij impliceren. En terecht.

Toch gaan de beide commissies op sommige punten niet ver genoeg. Dat geldt onder meer voor wat zij zeggen over het gevoerde beleggingsbeleid. Terecht wordt, vooral door de commissie-Frijns, opgemerkt dat het beleggingsbeleid lange tijd te veel op rendement gericht was en te weinig rekening heeft gehouden met de gelopen risico's, en dat er bij de uitvoering van het beleid ook het nodige verkeerd is gegaan. Wat echter geen aandacht krijgt, is dat pensioenfondsen die wel bij hun risico's stilstonden vaak zijn uitgegaan van veronderstellingen die fundamenteel onjuist zijn. De eerste veronderstelling is dat het nemen van risico's helpt om de pensioenkosten te beperken. Die veronderstelling haalt kosten en de financiering ervan door elkaar. Bovendien kent zij waarde toe aan verwachte beleggingsinkomsten zonder te corrigeren voor de risico's ervan. Dat zou alleen mogen als een miljoen euro aan risikante beleggingen op grond van de hogere rendementen die ervan verwacht worden meer waard zou zijn dan een miljoen euro aan risicovrije beleggingen. Natuurlijk is dat niet zo. Een onzekere geldstroom is nu eenmaal minder waard dan een zekere geldstroom. Om de kostendekkende premie van een harde pensioentoezegging te bepalen, moet daarom worden uitgegaan van een risicovrije rentevoet in plaats van de hogere, maar ook minder zekere rendementen die men hoopt te realiseren door risico's te nemen. De tweede veronderstelling is dat beleggingsrisico's kleiner worden naarmate de horizon van de beleggingen langer wordt. Hoewel Paul Samuelson (1963; 1989; 1994), Zvi Bodie (1995) en Robert Merton (Merton en Samuelson, 1974) al verscheidene jaren geleden hebben laten zien dat die veronderstelling niet houdbaar is, wordt zij nog steeds gemaakt. Zij is erop gebaseerd dat rendementen over een lange periode veel minder spreiding vertonen dan over een korte periode. Veel pensioenfondsen hebben op grond daarvan aangenomen dat de kans dat zij door beleggingsrisico's te nemen uiteindelijk onvoldoende vermogen zouden overhouden om hun pensioenambities te financieren, slechts beperkt was. Het probleem is echter dat de kans op onderdekking geen goede maatstaf voor het gelopen risico is. Zij houdt immers geen rekening met de mogelijke omvang van de onderdekking. Die wordt bij een langere horizon niet kleiner, maar juist groter.

Terwijl individuele beleggers hun tekortrisico meestal niet op iemand anders kunnen afwentelen, lukt dat binnen een pensioenfonds vaak nog wel. Pensioenfondsen noemen dat solidariteit, maar het gaat eigenlijk om een gedwongen herverdeling. Vooral

de herverdeling van jongere naar oudere deelnemers is daarbij van belang. De ruimte daarvoor bestaat alleen als de jongere deelnemers voldoende financiering kunnen inbrengen, hetzij door een slechtere dekking van hun eigen rechten te accepteren, hetzij door meer premie te betalen, en wordt kleiner als een pensioenfonds vergrijsd en het relatieve gewicht van de jongere deelnemers afneemt. Zo'n vergrijzing heeft zich inmiddels bij tal van pensioenfondsen voorgedaan. Hun vergrijzing was doorgaans geen verrassing; daarentegen zijn veel pensioenfondsen wel verrast door het tekortrisico dat zij liepen. In combinatie met de vergrijzing heeft het hen veel kwetsbaarder gemaakt dan zij dachten. Zij hadden beter kunnen weten, want de onjuistheid van hun veronderstellingen is al jarenlang bekend.

Ondanks de enorme schade die er inmiddels door is aangericht, worden de desbetreffende veronderstellingen nog steeds gehanteerd en de houdbaarheid van het Nederlandse pensioensysteem wordt er steeds meer door bedreigd. Als de opzet van de commissie-Frijns en de commissie-Goudswaard erop gericht was die houdbaarheid te bevorderen, hebben zij op dit punt een kans gemist.

LITERATUUR

- Bodie, Z. (1995) On the risks of stocks in the long run. *Financial Analysts Journal*, 51(3), 18–22.
- Frijns, J.M.G., J.A. Nijssen en L.J.R. Scholtens (2010) *Pensioen: onzekere zekerheid*. Den Haag: Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer.
- Goudswaard, K.P., R.M.W.J. Beetsma, T.E. Nijman en P. Schnabel (2010) *Een sterke tweede pijler. Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen*. Den Haag: Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen.
- Merton, R.C. en P.A. Samuelson (1974) Fallacy of the log-normal approximation to portfolio decision-making over many periods. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 67–94.
- Samuelson, P.A. (1963) Risk and uncertainty: a fallacy of large numbers. *Scientia*, 57(1), 1–6.
- Samuelson, P.A. (1989) The judgment of economic science on rational portfolio management: timing and long-horizon effects. *Journal of Portfolio Management*, 16(1), 4–12.
- Samuelson, P.A. (1994) The long-term case for equities and how it can be oversold. *Journal of Portfolio Management*, 21(1), 15–24.

ROBERT C. MERTON

Senior financial engineer bij Dimensional en hoogleraar aan de Harvard Business School

JAN SNIPPE

Directeur DC bij Dimensional

De redactie behoudt zich het recht voor inzending voor de rubriek mening te wijzigen, in te korten, aan te passen of te redigeren ten behoeve van de leesbaarheid en argumentatie.