



Pensioenen op het spel, maar nog niet geheel verspeeld

Auteur(s):

Oosenburg, A.

De auteur is onder andere bijzonder hoogleraar Economie van de Financiële Dienstverlening aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. Oosenbrug@few.eur.nl

Verschenen in:

ESB, 88e jaargang, nr. 4397, pagina 124, 21 maart 2003

Rubriek:**Trefwoord(en):**

Verblind door de voorbije euforie zijn pensioenfondsen jarenlang uitgegaan van veel te rooskleurige veronderstellingen en hebben zij zich laten meeslepen door de mythe van 'prosperity for ever'. Steeds meer vermogen is via de beurs op het spel gezet. Gesteund door gedebiteerde wijsheden over toekomstige rendementen werd stug doorgespeeld. Inmiddels is zo'n 135 miljard euro verspeeld en is volop sprake van onderdekking.

Deze bijdrage vormt de afsluiting van de serie Pensioenen op het spel. Enerzijds worden eerdere bijdragen becommentarieerd. Anderzijds wordt antwoord gegeven op de vraag, hoe nu verder te gaan. Zeker nu zich de donkere wolken van de vergrijzing boven het pensioenlandschap samenpakken, is het van belang te weten waar we staan en hoe de toekomst tegemoet moet worden getreden. Ter afsluiting van deze serie wordt dan ook een schets gegeven van het pensioenlandschap zoals dit er thans bijligt en van de daaraan te verbinden consequenties.

Gaten in de dekking

Hoewel de kwaliteit en tijdigheid van de verslaggeving door pensioenfondsen van oudsher achterblijft bij de - op zich al niet vrolijk stemmende - kwaliteit en tijdigheid van de verslaggeving door ondernemingen, is één ding inmiddels wel duidelijk: massaal is sprake van problemen voor wat betreft het (blijven) voldoen aan de wettelijke verplichting tot het volledig kapitaalgedekt houden van opgebouwde pensioenrechten. Ook bij pensioenregelingen die zijn ondergebracht bij verzekeraars en waarbij de werkgever en de deelnemers het beleggingsrisico dragen, moet sprake zijn geweest van forse aderslatingen. Op de concrete omvang daarvan bestaat echter (al helemaal) geen zicht. Op dat vlak ontbreekt een publieke verantwoording immers zelfs geheel¹.

Omvang van het probleem en structurele oorzaken

Volgens schatting kampen thans zeker enkele honderden fondsen met onderdekking². Dat tevens de gemiddelde dekkingsgraad door de honderd procent is gezakt, geeft aan dat het daarbij niet (enkel) om de kleinste gaat. Was dit het onverwachte gevolg geweest van een plotselinge calamiteit, dan was dit weliswaar een signaal geweest dat de structuur van het stelsel mogelijkerwijs verbetering behoeft, doch ook niet meer dan dat. Nu dit massale doorbreken van een heldere wettelijke norm echter het gevolg is van zich jarenlang geleidelijk aan aftekenende ontwikkelingen, is dit het definitieve bewijs van het absolute falen van de door het poldermodel beheerste structuur. De overstap naar een meer zakelijke 'pension fund governance'-structuur verdient dan ook de hoogste prioriteit. Hetzelfde geldt voor het eindelijk serieus gaan afdwingen van een inzichtelijke, transparante en vergelijkbare verslaggeving door pensioenfondsen³.

Reële omvang problemen (nog) veel groter

Ervan uitgaande dat het (ten minste) waardevast houden van opgebouwde pensioenrechten algemeen wenselijk wordt geacht, zijn de gehanteerde verslaggevingsgrondslagen onrealistisch optimistisch. Daardoor blijft ook nu nog de werkelijke omvang van de problematiek verborgen. Sterker nog: doordat bij het fondsinterne beleid gewoonlijk wordt uitgegaan van diezelfde onrealistisch optimistische uitgangspunten, wanen zelfs ook vele pensioenfondsbestuurders zich nog altijd redelijk tevreden in de 'nieuwe kleren van de keizer', waarmee zij zich (laten) kleden. Duurt het nog veel langer voordat de toeschouwer door die illusies heen kijkt, dan gaan echter niet enkel de personen voor schut die zich met die illusoire pronkgewaden hebben getooid, doch ook velen van de aan de kant staande deelnemers die - al dan niet met twijfels - de sprookjesachtige resultaten aanschouwden.

'Marking to market'

Pensioenfondsen vergaren en beheren vermogen dat pas op de lange termijn als pensioen wordt uitgekeerd. Bij het beoordelen van de toereikendheid van dat vermogen spelen vele onzekerheden. Hoewel het grosso modo afdekken van die onzekerheden wenselijk is, is dat in de praktijk niet realiseerbaar⁶. Het niet kunnen afdekken van bepaalde onzekerheden impliceert tevens de onmogelijkheid van het tegen marktwaarde waarden daarvan. Algemeen wordt aangenomen dat een jaarrekening op basis van marktwaarden de meest objectieve en uniforme informatie geeft over de financiële positie en ontwikkeling. Van beleggingen is de marktwaarde gewoonlijk beschikbaar of vrij eenvoudig te benaderen. Voor pensioenverplichtingen ligt dit moeilijker. Desondanks is zonneklaar dat de gebruikelijke disconteringsvoet van vier procent een forse onderschatting geeft van de reële waarde van verplichtingen waarvoor een serieus streven naar koopkrachtbehoud wenselijk is en meestal ook werkelijk aanwezig is⁷. Zeker nu zelfs de nominale markttrente onder

de vier procent ligt, is zonder meer duidelijk dat de te veronderstellen reële marktrente ver onder die vier procent zal (moeten) liggen⁸. Ook indien de marktconsensus zou zijn dat de inflatie nog substantieel verder daalt, dan komt men nog niet verder dan twee à tweeënhalf procent⁹. Bij een gemiddelde 'nominale' dekkingsgraad van net onder de honderd, betekent dit een gemiddelde 'reële' dekkingsgraad van hooguit zo'n 75 procent. Het vermogen schiet daarmee zeker zo'n 25 procent tekort voor het waarborgen van waardevaste pensioenen. Omdat dit een gemiddelde is, is dit bij vele fondsen nog veel erger. Welvaartsvaste pensioenen, met loon- in plaats van prijsindexatie, vergen nog eens fors hogere premies en voorzieningen.

Beleggen in aandelen

Van vermeend panacee tot kiem van het kwaad

Dat jaarrekeningen en premies een veel te rooskleurig beeld gaven van hetgeen nodig is om waardevaste - laat staan welvaartsvaste - pensioenen te kunnen uitkeren, is jarenlang ontkend op basis van de op lange termijn 'gegarandeerd' hoge(re) rendementen op aandelen. Zelfs nu de voorheen tot ongelooflijke proporties opgeblazen luchtbel inmiddels weer aardig is leeggelopen, wordt nog steeds het zaligmakende karakter van het beleggen van andermans pensioengeld in risicovolle aandelen geprofeteerd¹⁰. Cynisch genoeg is dat ongebreidelde optimisme over het tot in eeuwigheid op de beurs beschikbaar blijven van zeer overvloedige 'free lunches' juist ook de kern geweest van het ontstaan van de huidige problemen. Door in het kielzog van de volkshype in de negentiger jaren steeds meer vermogen via de beurs op het spel te zetten én daarin te volharden, is (vervolgens weer) zo'n € 135 miljard verspeeld, ofwel de totale jaarloonsom van alle in een pensioenfonds opgenomen werknemers. Bovendien is het rendement op vastrentende beleggingen misgelopen. Was enkel pas begin 2002, toen al zonder meer duidelijk was dat de beurshype over was en dat vele fondsen onrustbarend gevoelig zijn geworden voor beursontwikkelingen, integraal overgestapt naar vastrentende beleggingen, dan was het desbetreffend vermogen eind 2002 zo'n 65 procent meer waard geweest dan nu het geval was. Qua dekkingsgraad had dit gemiddeld bijna dertig procentpunt gescheeld! Zelfs in reële termen was alles dan nog overzienbaar geweest. Desondanks wordt betoogd dat pensioenfondsen niet roekeloos zijn geweest door met open ogen de afgrond in te lopen, omdat het allemaal vanzelf weer goed komt dankzij de op termijn hoge rendementen op aandelen¹¹.

Rendementen uit het verleden...

Bij alle sussende geluiden voeren verwijzingen naar de ervaringen uit het verleden de boventoon. Zo dichten Teulings en De Vries aandelen een hoge optiewaarde toe, onder andere blijkend uit de kans van één op vijf dat de koersen het komende jaar met twintig procent zullen stijgen. Daarbij verwijzen zij naar de ervaringen over de afgelopen vijftig jaar¹². Het als (ex ante) kans opvatten van een (ex post) frequentie is een standaardbeginnersfout op statistisch vlak. Dat 'ervaringen uit het verleden geen garanties geven voor de toekomst', is toch inmiddels ook algemeen bekend. In dezelfde lijn ligt de constatering, dat de kans op een positief rendement voor het komende jaar hoog is, omdat het de afgelopen vijftig jaar slechts tweemaal is voorgekomen dat de Dow Jones twee opeenvolgende jaren met verlies afsloot¹³. Dat het voorheen zelfs niet voorkwam dat aandelen twee volle decennia achttien à twintig procent per jaar opleverden, is echter kennelijk niet relevant¹⁴. Het daaruit concluderen dat een correctie gaande is die haar historische weerga niet kent, was aanzienlijk plausibeler geweest. Al vele malen is erop gewezen dat de door velen (krampachtig) omarmde stelling, dat de koersen wel moeten herstellen omdat deze op termijn tenderen naar het langetermijngemiddelde, juist impliceert dat de koersen nog fors verder zullen dalen¹⁵. Historisch bezien zijn niet de huidige koersniveaus exceptioneel, maar die van de afgelopen decennia. Hetzelfde geldt voor de stelling dat de koers/winstverhouding historisch laag zou zijn¹⁶. Zelfs indien wordt afgezien van verschuivingen in de wijze van winstbepaling, waarvan de uitwassen inmiddels algemeen bekend zijn, is dit nog enkel waar indien het geheugen niet verder teruggaat dan tot in de jaren negentig.

Lessen uit het verleden...

...nog steeds niet geleerd

Dat de pensioenwereld zich welhaast tot in het extreme heeft laten leiden door 'valse profeten', heeft ons pensioenstelsel weliswaar op de rand van de afgrond gebracht, doch is nu eenmaal niet meer terug te draaien¹⁷. Dat ook nu nog massaal wordt geweigerd de problemen helder in kaart te brengen en onder ogen te zien, maakt echter dat nog immer de kans wordt geblokkeerd om te leren van de (grote) fouten uit het verleden. Nog steeds is de pavlovreactie dat de koersen historisch laag zijn, in de toekomst bijtrekken en de problemen zich zo dus vanzelf weer oplossen.

Herstel door koersherstel volledig uit beeld

Om een idee te geven van het realiteitsgehalte daarvan: om de voorzieningen op een zodanig niveau te brengen dat de koopkracht van al opgebouwde rechten gemiddeld met enige zekerheid op peil kan worden gehouden, moet de Dow Jones een sprong maken naar 13.000 à 14.000 en de aex naar 650 à 700. Terwijl het absolute record van de aex op 701 staat, kwam de Dow Jones zelfs op de top van de hype niet eens op 12.000! Zouden beide direct teruggaan naar hun historisch record, dan geeft zelfs dat nog geen soelaas. Daarnaast moeten beleggingsbuffers opnieuw worden opgebouwd én zijn ook nog eens de voor de verdere pensioenopbouw te betalen premies gebaseerd op te hoge rekenrentes. Bij de huidige marktrente moet de aandelenrisicopremie vierënhalf à zes procent zijn om premies op basis van vier procent reëel rendement te kunnen rechtvaardigen. Terwijl enkel al zulke niveaus voor de langere termijn niet realistisch zijn, is met het inlopen van nominale tekorten dan nog geeneens rekening gehouden¹⁸. Bovendien is het discutabel bij de premiestelling een voorschot te nemen op het zich realiseren van toekomstige, onzekere 'overrendementen'¹⁹. Een verlaging van de rekenrente met slechts één procent leidt echter al tot premieverhogingen van tientallen procenten²⁰. Voor oplossingen via premieverhogingen is het dan ook te laat. Ook incidenteel niet indexeren schiet tekort, ondermijnt het vertrouwen in het stelsel en verergert de procyclische werking.

Duidelijkheid omtrent noodzakelijke versoering gewenst

Door het falen van het stelsel van 'pension fund governance' is het inmiddels een illusie dat de reële waarde van pensioenaanspraken -

zoals de burger verwacht - redelijk is veiliggesteld. Zelfs de nominaal opgebouwde rechten zijn gemiddeld genomen al niet meer gedekt. Dat de bij veel fondsen bestaande tekorten vanzelf weer verdwijnen door (snel) oplopende beurskoersen, is niet realistisch. Dat - nota bene in een sterk vergrijzende maatschappij - een riant pensioenstelsel voor een appel en een ei verkrijgbaar zou zijn, is een fata morgana. Helaas kunnen echter ook forse premieverhogingen niet langer voldoende soelaas bieden. Om enkel een tekort van tien procent weg te werken, moet bij het doorsneefonds al niet minder dan twintig jaar de premie bijna 25 procent omhoog! Drastische wijzigingen zijn dan ook onvermijdelijk. Het met de 'botte bijl' overstappen naar middelloon of zelfs naar beschikbare premiestelsels moet echter worden voorkomen. Middelloon maakt dat de burger zelfs de laatste heldere maatstaf voor het te verwachten pensioenniveau verliest. Beschikbare premie ondermijnt in belangrijke mate het voor een pensioenstelsel essentiële solidariteitsmoment²¹. Het open en eerlijk ter discussie stellen van het zeventig procent ambitieniveau is de minst slechte uitweg uit de gerezen problemen. Alleen zo kunnen de dekingsproblemen worden opgelost onder behoud van een heldere opbouwsystematiek en een redelijke veiligstelling van het streven naar waardevestheid.

Handhaving dekingsgraad noodzaak

Structureel verdienen de verbetering van de 'pension fund governance' en van de in dat kader een rol spelende verslaggeving de hoogste prioriteit. Het laten vallen van de heldere en begrijpelijke honderd procent dekingsgraadeis, zoals het pensioenveld bepleit, zou de 'accountability' van pensioenfondsbestuurders echter alleen maar verder ondermijnen. Bovendien betekent het accepteren van onderdekking dat problemen worden doorgeschoven naar de toekomst. De noodzaak problemen aan te pakken wordt daarmee op zijn minst beperkt. Van het met allerlei ondoorzichtige en abstract-theoretische modellen aantonen dat onderdekking geen probleem is, is de 'waarde' inmiddels wel erg pijnlijk duidelijk. Het door Keynes geconstateerde, is nog niet eerder zo toepasselijk geweest, als nu met betrekking tot het pensioenveld: "Too large a proportion of recent 'mathematical' economics are mere concoctions, as imprecise as the initial assumptions they rest on, which allow the author to lose sight of the complexities and interdependencies of the real world in a maze of pretentious and unhelpful symbols"²². Hoogste tijd om eindelijk weer met beide benen op de grond te komen!

Wie, o wie bezitten € 400 miljard?

Kenmerkend voor het Nederlands pensioenstelsel is de evenwichtige opbouw daarvan uit een publiek deel (de aow) en een privaat deel (de collectieve en individuele voorzieningen). De pensioenfondsen vallen onder het private deel en de door hen beheerde vermogens zijn dan ook privaatrechtelijk van aard. Thans betreft dit een totaalbedrag van zo'n € 400 miljard, terwijl dit eind 2000 zelfs (nog) zo'n € 470 miljard was. Zeker gezien de enorme omvang hiervan, is het van cruciaal belang dat goed en transparant vastligt aan wie de economische eigendom daarvan toekomt. Enkel dan kan het eerste deel van de in deze esb-serie centraal staande vraag, wie de klappen opvangt als het mis gaat, worden beantwoord. Terecht bepleit Ponds het sluiten van een expliciet pensioencontract. Enkel dat maakt de rechten en plichten vooraf duidelijk, voorkomt 'onoplosbare' discussies achteraf én voorkomt dat een fonds eindigt als een non-coöperatieve Nash-oplossing⁴. Het is typerend voor de inertie waartoe het absolute polderkarakter van het Nederlandse pensioenstelsel heeft geleid, dat pensioenreglementen hier nog altijd niet in voorzien. Juist in de voorbije 'gouden' tijd was speelruimte aanwezig om dat soepel te kunnen regelen. Thans leidt de noodzakelijke explicitering vanzelf tot het mede expliciteren van de 'pijn', die het gevolg is van de ontstane - en lange tijd ontkende - problemen. Moeizame discussies zijn dan welhaast onvermijdelijk. Desondanks is nog steeds van eminent belang dat pensioenreglementen alsnog 'sluitend' worden gemaakt. Nog sterker dan voorheen geldt, dat het - zeker gegeven de vergrijzing en het daaraan inherente risico van het ooit losbarsten van de 'strijd om de pensioeneuro' en van de toenemende rijpingsgraad van de fondsen - van het grootste belang is, dat duidelijk en sluitend wordt geregeld wie welke rechten en plichten heeft⁵.

1 Het Nederlandse bedrijfsleven verzet zich ook fel tegen de invoering van regels tot het transparant maken van het pensioenplaatje.

2 Bij schrijven hiervan stond de AEX-index op 252 punten en de Dow Jones-index op 7751 punten.

3 A. Oosenbrug, Pension fund governance, Pensioen & Praktijk, september 1999, blz. 5-9, en A. Oosenbrug, Ultimatum voor falende pensioen-beheerders 'van de zotte?', TPV, 2002, blz. 182.

4 E.H.M. Ponds, Fair pensioen voor jong en oud, ESB, 24 januari 2003, blz. 29.

5 A. Oosenbrug, Wie, o wie bezit onze pensioenvermogens?, Het Verzekerings-Archief, 1996, blz. 154-158.

6 Terecht bepleiten C. van Ewijk, Nieuw pensioenakkoord nodig, ESB, 21 februari 2003, blz. 79, en F. de Jong, Geïndexeerde obligaties bieden meer zekerheid, ESB, 21 februari 2003, blz. 80, het beleggen in (en de uitgifte van) indexleningen, waarmee inflatierisico's zijn af te dekken.

7 Dit is dus niet hetzelfde als het (juridisch) toegezegd of afdwingbaar zijn van koopkrachtbehoud.

8 Voor het waarden van pensioenverplichtingen moet in beginsel worden uitgegaan van de rente op vastrentende waarden. Idem: FASB 87. Ook de idee van het zich niet systematisch kunnen aandienen van 'free lunches' leidt tot deze conclusie. Zie ook W. Jonkhoff, Pensioenen op het spel, ESB, 24 januari 2003, blz. 25, C. van Ewijk, op. cit., blz. 77, en F. de Jong, op. cit., blz. 80.

9 Vergelijk ook T.B.M. Steenkamp, Het pensioenfonds vanuit een corporate finance perspectief, 1998, blz. 11, die erop wijst dat de verwachte reële rente voor de periode 1995-2030 dicht bij de nul procent ligt.

10 C.N. Teulings en C.G. de Vries, Pensioenbeleid als automatische destabilisator, ESB, 7 maart 2003, blz. 100-102.

11 Ibid., blz. 100. Bewust is het risico genomen dat wettelijke eisen worden verzaakt. Zie A. Oosenbrug, Ultimatium, blz. 183, en J. Spier, Rampscenario's, 2001, blz. 24, voor de mogelijke juridische consequenties.

12 Ibid., blz. 101. Tevens refereren zij aan P.M.A. Eichholtz, C.G. Koedijk en R. Otten, Aandelen blijven beste beleggingen, ESB, 1 februari 2002, blz. 90-91. De voor het volgen van dergelijke adviezen betaalde prijs is enorm. In 2003 zijn hier alweer tientallen miljarden bijgekomen.

13 Hoe dan te interpreteren dat de Dow Jones zelfs al drie verliesjaren achter de rug heeft, is niet duidelijk. Is daarmee het geponeerde gefalsificeerd, of is daaruit juist te begrijpen dat dan helemaal duidelijk is, dat enkel nog maar mooie rendementen in het verschiet liggen?

14 De CBS-herbeleggingsindex kwam uit op twintig procent per jaar, de Standard & Poor total return op achttien procent. Zie ook A. Oosenbrug en J. Roos, Beleggingsverzekeringen: faire voorlichting nog ver weg, ESB, 15 september 2000, blz. 704-707.

15 Bijvoorbeeld: Pensioenwereld lijdt aan modellenfetisjisme, Staatscourant, 12 februari 2003, blz. 2.

16 C.N. Teulings en C.G. de Vries, op. cit., blz. 102.

17 Zie ook A. Oosenbrug, Pensioenfondsbeheer heeft gefaald, Staatscourant, 25 september 2002, blz. 9.

18 Zie ook R.D. Arnott en R.J. Ryan, The death of the risk premium, Journal of Portfolio Management, 2001, blz. 61-74, en J.J. Siegel, The shrinking equity premium, Journal of portfolio management, 1999, blz. 10-17.

19 C. van Ewijk, op. cit., blz. 77, wijst terecht op de meer dan evenredig welvaartsversturende werking van (eventuele) vermogens- en premieschokken en concludeert tot terughoudendheid inzake aandelenrisico's.

20 Zie bijvoorbeeld A. Oosenbrug, Lage rente knaagt aan pensioenstelsel, ESB, 9 april 1999, blz. 270-272.

21 Zie E.H.M. Ponds, op. cit., blz. 28, en C. van Ewijk, op. cit., blz. 77. Dat de hoge prijs van een goed pensioen een goede reden is het accent te verleggen naar een ook intrinsiek slechter stelsel (F. de Jong, op. cit., blz. 80), is onnavolgbaar.

22 J.M. Keynes, The general theory of employment, interest and money, 1997, blz. 298. Zie tevens J.R. Boatright, Ethics in finance, 1999, blz. 48, K.P. Ambachtsheer & D.D. Ezra, Pension fund excellence, 1998, blz. 211/212, G.W. de Wit, Gedachten over de economie, 2001, blz. 10, en A. Oosenbrug, Modellenfetisjisme.