



Pensioenfondsen in gevaar

Auteur(s):

Praag, B., van
universiteitshoogleraar, Universiteit Amsterdam

Verschenen in:

ESB, 86e jaargang, nr. 4330, pagina 795, 19 oktober 2001

Rubriek:

Prikkel

Trefwoord(en):

Buiten de sfeer van beurshandel en speculanten bestaat er weinig belangstelling voor de rentestand. De gewone man loopt niet echt warm voor het verschil van vier of 4,25 procent per jaar op zijn spaarrekening. Toch is er alle reden om eens wat beter op die rente te letten. Dan bedoel ik de reële langetermijnrente, waarbij dus gemiddeld wordt voor tijdelijke fluctuaties, gecorrigeerd wordt voor inflatie en wordt afgezien van de risicopremies die als opslag op de rentevoet komen voor risicovolle beleggingen. Die langetermijnrente r is namelijk cruciaal voor onze pensioenfondsen, omdat de rentevoet het fundament voor hun beleggingsopbrengsten vormt. Indien r daalt, dan dalen de opbrengsten van de fondsen en dus onze pensioenuitkeringen bij gelijkblijvend premieniveau. In de mooie jaren, die nu helaas voorbij lijken, haalden fondsen een rendement van soms wel twintig procent. Dit heeft geleid tot zelfoverschatting bij de fondsmanagers, die meenden dat dankzij hun deskundigheid dergelijke rendementen in de toekomst konden worden gecontinueerd. Nu blijkt echter dat ook zij meegesleurd worden in het neergaande tij en dat het een illusie is dat grote beleggers gemiddeld meer rendement kunnen maken dan de langetermijnrente. De superhoge rendementen uit het recente verleden moeten worden weggestreepd tegen de supernegatieve rendementen van vandaag. Het resultaat, na aftrek van inflatie en risicopremies, is de gerealiseerde langetermijnrente. Het is een cakewalk rondom een constant niveau r , dat, historisch gezien, ergens in de buurt moet liggen van de enkele procenten rekenrente die verzekeraars traditioneel aanhouden.

Veel ondernemingspensioenfondsen hebben de afgelopen jaren dotaties gedaan aan hun moederbedrijf. Te denken valt aan KPN, Philips, Unilever, KLM en Hoogovens. Het kon hierbij gaan om de kwijtschelding van een gedeelte van de pensioenpremie dan wel om een gedeeltelijke overheveling van de 'overtollige' reserves. Vaak betrof het hierbij belangrijke bedragen. Bij een bedrijf als klm kon in een bepaald recent jaar slechts winst getoond worden omdat geen pensioenpremie behoefde te worden afgedragen. Uiteraard beloofden deze bedrijven aan hun pensioenfondsen om bij toekomstige koersdalingen, die zouden leiden tot tekortschietende reserves, het ontbrekende bedrag weer op te hoesten, zodat de pensioenverplichtingen geen gevaar lopen. We moeten echter nog zien wat zulke beloften waard zullen blijken te zijn in een laagconjunctuur. Overigens is ook de overheid niet brandschoon. Voor de privatisering van het abp heeft het kabinet-Lubbers eind jaren tachtig op eenzelfde wijze het abp getrimd door de afdrachten van het Rijk aan het fonds te verminderen.

De vraag is natuurlijk of die langetermijnrente redelijk constant is en wat de waarde ervan is. Niemand weet het exact. Er zijn wel allerlei economische theorieën die tenderen in een bepaalde richting. Afgezien van allerlei details, laat die uitkomst zich (bedrieglijk) eenvoudig samenvatten in de 'gouden regel' $r=n+g$, waarbij r het netto rendement is, n de bevolkingsgroei en g de groei van de arbeidsproductiviteit. Als de bevolking groeit met één procent en de productiviteit met drie procent, dan zou de lange rente op vier procent uitkomen. Dalen beide groeivoeten tot bijvoorbeeld nul en één procent, dan zou de lange rente op één procent uitkomen. Uiteraard is die formule een simplificatie, maar het is een aardige vuistregel die in de praktijk redelijk blijkt te kloppen. Als we ervan uitgaan dat de lange rente ongeveer constant is en dat uiteraard alle andere rendementen van aandelen en dergelijke bij efficiënte markten daaraan gekoppeld zijn, dan slaat ons de schrik om het hart bij de luchthartige manier waarop ondernemingspensioenfondsen in het recente verleden met hun verplichtingen zijn omgegaan, hetgeen te zien is aan de lage waardering van die verplichtingen. Blijkens uitspraken in de pers dacht men, op grond van enige prachtige jaren, dat de bomen wel tot in de hemel zouden blijven groeien. Het is dan ook zeer terecht dat nu verscheidene clubs ontstaan van gepensioneerden en nog werkenden, die inspraak eisen bij het beheer van de door hen opgespaarde pensioenreserves.

In 1952 werd mede naar aanleiding van het bankroet van de Hollandsche Lloyd in de jaren dertig, waarbij de op de bedrijfsbalans staande pensioenreserve vervluchtigde, de Pensioen- en Spaarfondsenwet aangenomen. Hierbij werd het ondernemingspensioenfonds een aparte entiteit, die onafhankelijk van het moederbedrijf was. Op die manier zouden grepen door werkgevers uit de pensioenpot onmogelijk worden. Het lijkt er op dat dat niet geheel onmogelijk gemaakt is, zodat die wet aan herziening toe is. In ieder geval zouden bestuurders van ondernemingen niet meer in het bestuur van hun eigen pensioenfonds moeten zitten.