

# Uitbijter: Pensioenfondsen kunnen dividend uitkeren

Door de lage rekenrente zullen verschillende pensioenfondsen de uitkeringen moeten verlagen, ondanks het feit dat hun werkelijke beleggingsrendementen veel hoger zijn dan de rekenrente. Pensioenfondsen kunnen hun deelnemers compenseren voor deze discrepantie door dividend uit te keren.

**FRANS DIJKSTRA**

*Gepensioneerd  
statisticus*

**D**e regels voor de berekening van de dekingsgraad van de pensioenfondsen schrijven voor dat de waarde van het in de toekomst beschikbare kapitaal wordt berekend met een rekenrente die gekoppeld is aan de rente op Nederlandse staatsleningen. Die rente is de laatste jaren steeds verder gedaald en staat nu op ongeveer twee procent. Daardoor is de dekingsgraad sterk verminderd en dreigt de situatie te ontstaan dat pensioenen gekort moeten worden. In oktober 2012 zijn de rekenregels versoepeld, zodat voor het kapitaal over twintig tot veertig jaar mag worden uitgegaan van een rekenrente van vier procent. Dit heeft een aantal fondsen weer wat lucht gegeven, maar niet alle. Het grootste pensioenfonds, het ABP, heeft ook met de nieuwste rekenregels nog steeds een dekingsgraad van minder dan honderd procent en zal dus wellicht in 2013 de pensioenen moeten verlagen.

Sommige pensioenfondsen vinden dat kortingen niet nodig zijn, omdat ze op hun beleggingen veel hogere rendementen halen dan twee procent. Het ABP (2012) meldt dat het van 1993 tot en met 2011 gemiddeld een rendement heeft behaald van 7,3 procent (figuur 1). Dat rendement heeft door de jaren heen grote schommelingen vertoond. Er is in 2008 een verlies geleden van twintig procent, maar dat is in 2009 in zijn geheel goedge maakt. Na het leeglopen van de internetzeepbel in 2001 is flink verlies geleden, maar ook dat is in de jaren daarna ruimschoots goedge maakt. De afgevlakte trend is berekend met de lokaal gewogen regressiemethode (ook bekend als LOESS) met tien datapunten voor de voortschrijdende regressie, zoals beschreven door Cleveland en Devlin (1988). Wie naar de afgevlakte curve in figuur 1 kijkt, moet constateren dat een rekenrente van zes procent dichter bij de realiteit ligt dan de thans voorgeschreven twee procent.

Er is beweerd dat de jongere generaties de dupe zouden worden van het hanteren van een hogere rente dan twee pro-

cent. De huidige generatie gepensioneerde babyboomers zou de pensioenpot leeg eten zodat er straks geen geld meer is voor de pensioenen van de mensen die nu beneden de veertig zijn. Deze argumentatie wordt door politici en journalisten dikwijls gebruikt, zonder veel cijfermatige onderbouwing. Maar is het waar? Dat weet niemand. Het kan net zo goed andersom zijn. Er zijn verschillende scenario's denkbaar voor de toekomst.

## SCENARIO'S

### *Het overmoedige scenario*

De pensioenen worden geïndexeerd op grond van het historisch bereikte rendement van minstens zes procent. Als het werkelijke rendement de komende twintig jaar blijft steken op twee procent, dan zijn jongere generaties de dupe, tenzij tijdig wordt ingegrepen.

### *Het angstvallige scenario*

De pensioenen worden verlaagd op grond van een verondersteld rendement in de komende twintig jaar van twee procent. Als het rendement in werkelijkheid zes procent is, dan zijn de gepensioneerden de dupe. Over twintig jaar zijn zij overleden en zijn de pensioenpotten overvol. Toekomstige overheden en werkgevers kunnen zich dan opmaken om een greep in de kas te doen. Dat is in de jaren negentig ook gebeurd (Kemner, 2010; PWC, 2012).

Het is moeilijk om een eerlijke keuze te maken tussen beide scenario's. Als men rekening houdt met de ene groep (jongeren), weet men niet of men de andere groep (ouderen) niet onevenredig benadeelt en omgekeerd. De toekomst is onzeker. Dit probleem kan worden opgelost met een derde scenario.

### *Het risico dragende scenario*

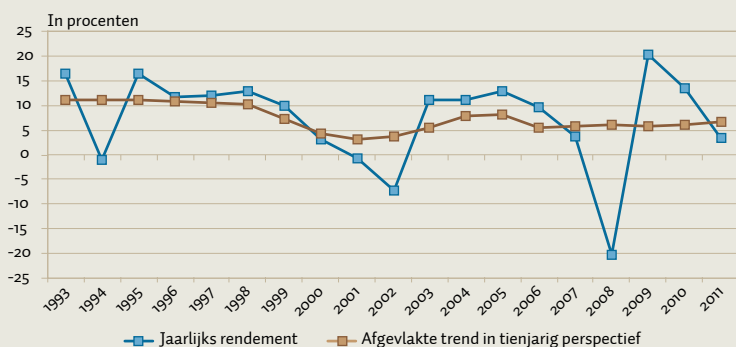
Er wordt uitgegaan van een rekenrente van twee procent. Pensioenen worden zover gekort als nodig is om de dekingsgraad bij deze rekenrente op honderd procent te brengen. Van het werkelijke rendement dat een pensioenfonds maakt, wordt twee procent in de pot gestopt, zodat de dekingsgraad honderd procent blijft, waarmee de beloften aan jongere generaties kunnen worden waargemaakt. Het verschil tussen de rekenrente en het werkelijke rendement kan worden uitgekeerd aan de deelnemers in de vorm van een dividend. In jaren dat er verlies wordt geleden, wordt geen dividend uitgekeerd en wordt ook geen geld in de pot gestopt. In jaren waarin weer winst gemaakt wordt, moet eerst het verlies uit het vorige jaar of vorige jaren worden goedge maakt en de ge-

*De rubriek uitbijter biedt een podium voor niet alledaagse voorstellen tot verandering van de status quo. De stukken kunnen afwijkende ideeën bevatten, die dienen als voer voor discussie. De rubriek is bedoeld om op een andere manier na te denken over bestaande economische vraagstukken. De redactie nodigt de lezers uit om te reageren op de wenselijkheid en of haalbaarheid van deze ideeën.*

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

## Beleggingsrendement ABP

FIGUUR 1



miste twee procent in de pot gestopt. Als er dan geld over is, kan er weer dividend worden uitgekeerd. Gepensioneerden hebben dan een pensioen dat weliswaar verlaagd is, maar waar ze vast op kunnen rekenen. Daarnaast kunnen ze profiteren van hogere rendementen. Op grond van de in het verleden behaalde rendementen (die geen garantie zijn voor de toekomst, dat weten de gepensioneerden) kunnen ze grofweg elke twee jaar een flinke dividenduitkering tegemoetzien. Dividend kan worden uitgekeerd naar rato van het kapitaal dat een deelnemer in het fonds heeft zitten.

## MOGELIJKE PROBLEMEN

Dit voorstel lijkt solide. De vaste pensioenuitkeringen worden verlaagd zodat de dekkingsgraad van de pensioenfondsen honderd procent is. Daarmee worden de uitkeringen aangepast aan de lage rekenrente en aan de gestegen levensverwachting. Beleggingsrendementen die hoger zijn dan de rekenrente zijn niet nodig voor de dekkingsgraad. Dat voordeel kan zonder bezwaar worden doorgeschoven naar de deelnemers. Wat kan er dan nog verder misgaan? Er moet rekening worden gehouden met vier mogelijke problemen.

Ten eerste kan de rente op staatsleningen nog verder dalen, naar 1 of 0,1 procent. In dat geval zullen de uitkeringen verder moeten worden verlaagd. Daar zal hoogstwaarschijnlijk tegenover staan, dat het verschil tussen de rekenrente en de werkelijke rendementen verder toeneemt, zodat de gedaalde uitkeringen gecompenseerd worden door hogere dividenden. Ten tweede kan de rente op staatsleningen stijgen. Internationale kapitaalmarkten zijn onvoorspelbaar, dus de rente kan best ooit weer zes procent worden. Dat was in de jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw een heel normaal renteniveau. Het gevolg zal zijn dat de dekkingsgraad van de pensioenfondsen sterk stijgt, zodat de uitkeringen weer kunnen worden geïndexeerd en kortingen ongedaan worden gemaakt. In deze situatie zullen aandelen waarschijnlijk slechter gaan renderen. Veel dividend zal er niet meer kunnen worden uitgekeerd, maar dat is in een situatie met geïndexeerde pensioenen niet meer belangrijk. Ten derde kan de levensverwachting onverwacht stijgen. Hiermee wordt niet bedoeld de geleidelijke stijging van de levensverwachting die al een eeuw gaande is als gevolg van verbetering van de gezondheidszorg en leefomstandigheden. Die stijging is al

lang bekend en die werd en wordt in de berekeningen van de dekkingsgraad verwerkt – tenminste, als het goed is. In 2011 hebben de pensioenfondsen gesteld dat de levensverwachting onverwacht sterk zou zijn gestegen. Dit blijkt niet helemaal juist: de methode waarmee de levensverwachting wordt berekend, is veranderd en de nieuwe methode levert hogere uitkomsten op. Een onverwachte stijging van de levensverwachting zou optreden als er een doorbraak plaatsvindt in de behandeling van ziekten, waaraan veel gepensioneerden overlijden, zoals kanker. Er zijn ontwikkelingen gaande in de moleculaire biologie die dit scenario niet geheel onrealistisch maken. In dat geval zal er niet aan te ontkomen zijn om de pensioenen te verlagen. Ten vierde zou de verplichte deelname aan pensioenfondsen kunnen worden afgeschaft. Als werkenden er massaal voor zouden kiezen om zelf voor hun pensioen te zorgen, komt er geen geld meer binnen bij de pensioenfondsen. Voor het kunnen uitkeren van de pensioenen maakt dat niet uit. Jongeren betalen niet voor de pensioenen van ouderen, behalve bij de AOW, maar dat is hier niet aan de orde. Het kapitaal voor de pensioenen van ouderen is door de ouderen opgebracht. De pensioenfondsen kunnen doorgaan met pensioen uitkeren tot de laatste deelnemer is overleden.

## CONCLUSIE

Omdat de pensioenfondsen de uitkeringen moeten korten vanwege een onrealistisch lage rekenrente zal er veel geld overblijven dat in de vorm van dividend aan de deelnemers kan worden uitgekeerd. Met een lage rekenrente worden de belangen van de jongere generaties veiliggesteld, maar dit gaat ten koste van de gepensioneerden. Van hen wordt in feite gevraagd borg te staan voor de toekomstige pensioenen, terwijl zij geen invloed hebben op de toekomstige rentestand. Door die borgstelling te beperken tot de rekenrente ontstaat ruimte voor een niet gegarandeerd en jaarlijks wisselend dividend voor de deelnemers. De historische ontwikkeling van het rendement van het ABP rechtvaardigt de verwachting dat dit voor alle deelnemers – gepensioneerden én werkenden – gunstig zal uitpakken.

## LITERATUUR

- ABP (2012) *Overzicht beleggingsrendement*. Publicatie op [www.abp.nl](http://www.abp.nl).
- Cleveland, W.S. en S.J. Devlin (1988) *Locally weighted regression: an approach to regression analysis by local fitting*. *Journal of the American Statistical Association*, 83(403), 596–610.
- Kemner, H (2010) *Het ABP en het mysterie van de verdwenen miljarden*. Publicatie op [www.pensioenbelangen.nl](http://www.pensioenbelangen.nl).
- PWC (2012) *Terugstortingen en bijstortingen 1985–2011, een pilot onder vijf ondernemingspensioenfondsen*. Amsterdam: Pricewaterhouse Coopers.