



Transparante pensioenfondsen

Auteur(s):

Poel, J.H.R., van de

De auteur is directeur Finance bij het ABP.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4269, pagina D2, 6 september 2000

Rubriek:

Dossier Transparante pensioenfondsen

Trefwoord(en):

ten, geleide

Pensioenfondsen staan in de belangstelling. Deelnemers, post-actieven, slapers, toezichhouders, de wetgever, journalisten, wetenschappers, achterbannen (sociale partners) en de Europese autoriteiten hebben zich gemeld met boodschappen die een pensioenfondsbeheerder ter harte moet nemen. Er moet meer transparantie komen, zodat iedereen kan zien wat de missie van een pensioenfonds is en hoe goed deze wordt uitgevoerd.

Pensioenfondsen komen vooral in het nieuws als de jaarverslagen gepubliceerd worden. Er wordt dan uitgebreid aandacht besteed aan de vergelijking van hun beleggingsresultaten en aan de vraag van wie de eventuele overdekking is. Pensioenfondsen doen het echter nooit goed, want ze hebben óf relatief slechte resultaten óf ze hebben zulke goede resultaten dat ze het eigendomsvraagstuk hadden moeten oplossen.

Zowel de pers als de geïnteresseerde leek blijkt daarbij weleens op het verkeerde been te zijn gezet door krakkemikkige verslaggeving van de pensioenfondsen zelf. Zo is het nog steeds gebruikelijk om een vaste rekenrente van vier procent te hanteren voor de discontering van de verplichtingen, terwijl uit empirisch onderzoek keer op keer gebleken is dat die vier procent niet met de werkelijkheid overeenkomt. Fondsen die een lagere rekenrente gebruiken moeten weer uitleggen waarom ze dat doen, waarbij algemeen gesuggereerd wordt dat ze trachten hun rijkdom te verbergen. Misverstanden alom. De verantwoordelijkheid voor die misverstanden ligt uiteraard niet bij de journalisten, maar bij de pensioenfondsen zelf en bij de Raad voor de Jaarverslaggeving en de Verzekeringkamer.

De toenemende behoefte van belanghebbenden om inzicht te krijgen in het functioneren van pensioenfondsen is een belangrijke prikkel om aandacht te besteden aan de problemen inzake de waardering van de verplichtingen en bezittingen van pensioenfondsen. Zoals bekend hebben vele pensioenfondsen een surplus door goed renderende beleggingen. Dit roept vragen op. De eigendomsvraag wordt bijvoorbeeld gesteld door de zich steeds sterker organiserende post-actieven. Zij vinden dat ze meer moeten ontvangen uit de rendementen omdat het eigenlijk hun storting is geweest die nu zo goed renderen. Een heikel vraagstuk, omdat het de solidariteit tussen generaties op het spel kan zetten. Die intergenerationele solidariteit is de essentie van het pensioensysteem. Anderzijds kan er ook op worden gewezen dat de post-actieven vroeger premies hebben betaald die gebaseerd waren op redelijke veronderstellingen omtrent hun levensduur. Dat die veronderstellingen onjuist waren, blijkt nu pas. Om het lang-leven risico te dekken, moet er nu behoorlijk worden gereserveerd. Dat was evenmin voorzien.

Wat de regelgeving en het toezicht betreft is er een duidelijke trend in de richting van marktconform waarderen. De International Accounting Standards Board, de Raad voor de Jaarverslaggeving, DNB en de Verzekeringkamer werken eraan of zijn al overtuigd van de noodzaak. Het gaat daarbij niet alleen om pensioenfondsen, maar ook om verzekeringsmaatschappijen en banken. Voor pensioenfondsen is vooral de waardering van de verplichtingen het hete hangijzer, de marktconforme waardering van de activa is in verhouding immers gemakkelijk.

Onlangs heeft de Verzekeringkamer bekend gemaakt dat ze de kwaliteit van het risicobeheer scherper in het oog wil gaan houden¹. Men wil dat er expliciete stochastische modellen en procedures worden toegepast, zij het dat er een zekere keuze is: pensioenfondsen die deze slag niet kunnen maken, worden aan een extra streng toezicht onderworpen, terwijl zij die het kunstje wel verstaan meer ruimte krijgen. Zo'n aanpak volgt De Nederlandsche Bank ook. Siegelaer betoogt in dit dossier dat een dergelijk toezicht noodzakelijk is om het gebrek aan transparantie en disciplineringsmechanismen te compenseren, waarbij het niet aan de orde is óf dat wel moet, maar wanneer en hoe.

Verplichtingen

Grotere objectiviteit, beter risicobeheer en open communicatie met betrokkenen vormen gezamenlijk de basis voor marktconforme waardering van de bezittingen van pensioenfondsen. Maar hoe zit dat met de waardering van de verplichtingen? Welnu, in wezen niet anders, maar vanwege het ontbreken van een even goed lopende markt voor de overdracht van deze vermogenstitels is de prijsvorming een stuk minder duidelijk. Je kunt de waarde van opgebouwde pensioenrechten niet uit de krant halen, wat je wel kunt met de prijs van aandelen. Dat is een behoorlijke complicatie waardoor je niet één, twee, drie een waardering kunt uitvoeren.

Het is overigens geen nieuw probleem en er zijn oplossingen voor ontwikkeld. In de eerste plaats zijn er vermogenstitels - ook het opgebouwde recht is een vermogenstitel - die sterk lijken op onze verplichtingen. Langlopende indexobligaties bijvoorbeeld. Ook de technieken voor het waarderen van ingewikkelde contracten zijn de laatste jaren enorm voortgeschreden. We hebben het dan over de

waardering van opties, of (her)verzekerings-contracten. Het wezenlijke kenmerk van al deze nieuwe benaderingen is dat het risico ten aanzien van de toekomstige uitkeringen expliciet wordt meegenomen in de waardering van de verplichtingen van het pensioenfonds. De hoogte en het moment van uitkering is afhankelijk van condities die we niet precies kunnen voorspellen, maar die we wel marktconform kunnen waarderen.

Efficiëntie

Naast het geven van inzicht in de bezittingen en verplichtingen is het ook van maatschappelijk belang dat pensioenfondsen laten zien hoe efficiënt de uitvoering van de pensioenregelingen plaats vindt. Als we dat willen verbeteren - en dat willen we - dan zul je een openbaar meetinstrument moeten hanteren welke je in staat stelt om de marktconforme toets aan te gaan. Doe je dat niet, dan blijft het allemaal in nevelen gehuld. Dat laatste is voor de deelnemers niet goed. Daarbij speelt het feit dat pensioenfondsen slechts kunnen bestaan uit hoofde van een wettelijke verplichtstelling geen blokkerende rol. Collectieve pensioenen kunnen weliswaar niet tot stand gebracht worden zonder overheidsingrijpen, maar dat wil nog niet zeggen dat er geen economische aanpak noodzakelijk is. Dit blijkt ook uit een recent CPB-rapport ².

Is het pensioenbeleid uit te leggen?

Laten we eens zien waar het eigenlijk om gaat. Om te beginnen moeten we uitleggen dat pensioenfondsen niet zonder risico's kunnen beleggen. Theoretisch kan het risicoloos, maar dan zouden de premies wel erg hoog worden. Als je iedere individuele toezegging, elke pensioenverplichting afzonderlijk zou afdekken met een belegging die precies dezelfde looptijd heeft als die verplichting (zeg, X miljoen voor januari 2007) en die ook nog eens het indexatierisico (of inflatierisico wat in dit kader even hetzelfde is) afdekt, dan zou je een zo goed als risicoloos fonds hebben en dat leidt tot hoge kosten. Deze perfect match tussen activa (beleggingen) en passiva (verplichtingen) is bijzonder kostbaar. Daarom nemen we risico's waarvoor we adequaat beloond worden. Om die risico's te kunnen 'verschmerzen', hebben we overdekking nodig en een serieuze bewaking van onze fondspositie. In die bewaking kunnen we niet zonder waardering, en vandaar dat hier zoveel vragen over bestaan. De premiestelling staat niet op zich, maar is een onderdeel van het bewaken van de positie. Ook het periodieke verantwoordingsverslag (jaarrekening en -verslag) is een onderdeel van dat bewakingssysteem.

Ten tweede willen we iets zeggen over de wenselijkheid van marktconforme waardering: is dat wel nodig en wordt de zaak daardoor niet onnodig ingewikkeld, met name omdat er meer fluctuaties in het systeem komen? Marktconforme waardering is nodig omdat we als fonds afhankelijk zijn van de marktontwikkelingen. Ook de opgebouwde rechten moeten marktconform gewaardeerd worden want de deelnemers werken niet meer levenslang bij dezelfde baas. Overdrachten zijn aan de orde van de dag - denk ook aan scheidingen.

Tenslotte de kwestie van de intergenerationale solidariteit en - al dan niet vermeende - overschotten. Om de eigendomskwestie in alle openheid op te lossen zijn marktconforme waardering en expliciet risicobeheer onmisbare instrumenten. Hoe is anders uit te leggen wat nu eigenlijk de bijdrage van iedere generatie is geweest? En natuurlijk vindt er tussen generaties inkomensoverheveling plaats, maar hoeveel dan en was het beter om alles via de belastingen en de sociale zekerheid af te doen?

Dat de oudedagsvoorziening in ons land door velen als de beste ter wereld wordt beschouwd, heeft alles te maken met intergenerationale solidariteit. De 'defined contribution'-regelingen (beschikbare premie) staan voor de poort. Dan krijgt iedereen een bedrag om zelf te beleggen en de individuele risico's zijn over een heel leven gerekend enorm. Die risico's zijn in beeld te brengen: ze komen erop neer dat grote delen van de bevolking tot de bedelstaf veroordeeld kunnen worden, terwijl anderen puissant rijk worden. Onze 'defined benefit'-regelingen (gebaseerd op eindloon met een claim op inflatiecorrectie) doen het veel beter. Over de bijdragen van afzonderlijke generaties moet juist daarom niet gezwegen worden. Solidariteit is een hulpmiddel van de beschaving dat zich leent voor economische analyse en dito verantwoording.

ESB-Dossier Transparante pensioenfondsen:

Ten geleide:

J.H.R. van de Poel, [Transparante pensioenfondsen](#)

E.H.M. Ponds en T.B.M. Steenkamp, [Van vuistregels naar risico-analyse](#)

H.P. van Dalen, [De vloek en zegen van pensioeninformatie](#)

Reactie:

E. de Laat, [Intransparantie, een veelkoppig monster](#)

S. Head, [Marktwaarde van pensioenen in het Verenigd Koninkrijk](#)

A. Oosenbrug, [Uitgangspunten voor het jaarverslag](#)

K. Ambachtsheer, [De Amerikaanse 'pension deal'](#)

K. Koedijk en M. Tamminga, [Oogsttijd in pensioenland?](#)

Reactie:

H.A.A. Verbon, [Na ons de zondvloed](#)

G.C.M. Siegelaer, [Van waardering naar toetsing](#)

C.G.E. Boender, S. van Hoogdalem, M. Vos en H. Steehouwer, [Solvabiliteit en marktwaarde van verplichtingen](#)

Epiloog:

F.R. Valkenburg, [Het debat](#)

1 Verzekeringskamer, *Uitgangspuntennotitie voor nieuwe actuariële principes*, maart 2000.

2 Centraal Planbureau, *Solidariteit, keuzevrijheid en transparantie*, 2000