



## Oogsttijd in pensioenland?

**Auteur(s):**

Koedijk, K.

Tamminga, M.

Kees Koedijk is hoogleraar Financiering bij de Erasmus Universiteit Rotterdam en de Universiteit Maastricht en Menno Tamminga is redacteur bij NRC Handelsblad.

**Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4269, pagina D20, 6 september 2000

**Rubriek:**

Dossier Transparante pensioenfondsen

**Trefwoord(en):**

surplus

*Er lijken gouden tijden aangebroken in pensioenland. De vermogens van pensioenfondsen zijn tot ongekende omvang gegroeid. En één vraag doemt telkens op: van wie is het overschot?*

**Nederlandse pensioenfondsen zijn financiële bolwerken die zichzelf graag laten voorstaan op hun sociale doelstellingen. Hun financiële slagkracht is op basis van hun beleggingen ter waarde van meer dan duizend miljard gulden onweersproken. Hun sociale doelstelling, de verzorging van aanvullende pensioenen voor de werkzame en gepensioneerde bevolking, vloeit logisch voort uit hun verankering in de Nederlandse samenleving. Meer dan negen van de tien werkende Nederlanders bouwt bij zijn werkgever een aanvullend pensioen op. Het bestuur van pensioenfondsen is in handen van de grondleggers van het poldermodel, de werkgevers en werknemers, ook wel aangeduid als de sociale partners. Wie zou hun sociaal correcte gedrag in twijfel durven trekken?**

Pensioenfondsen waren tientallen jaren besloten semi-dochters van de ondernemingen en bedrijfstakken waarvoor zij werkten. Zij zijn juridisch zelfstandig van hun onderneming of bedrijfstak en hun vermogen is in stichtingen ondergebracht. Bestuurlijk zijn zij echter uitgesproken dualistisch, met werkgevers- en werknemersbestuurders. Hun klantenmarkt is wettelijk exclusief en afgebakend, met een fiscaal voordeel omwille van hun sociale doelstelling. Tenslotte heerst onder pensioenbeheerders een vergelijkbare fusie- en overnamekoorts als onder commerciële banken en verzekeraars. De twee leidende pensioenfondsen, ABP en PGGM, hebben de afgelopen anderhalf jaar laten zien waartoe dat leidt: in rap tempo hebben zij samen voor bijna zes miljard gulden de Nationale Investeringsbank en participatiemaatschappij Alpinvest overgenomen. ABP heeft inmiddels een beperkt, eigen aanbod aan beleggingsfondsen op stapel staan, PGGM wil het beursgenoteerde beleggingsfonds Calvé Delft (prijskaartje: 1,9 miljard) opkopen. Zo ontwikkelen de pensioenfondsen zich tot heuse financiële conglomeraten.

Twijfel is op zijn plaats over de vraag of de belangen van alle rechthebbenden wel voldoende tot hun recht komen in de beslissingen van de besturen van pensioenfondsen. De in dit speciale nummer voorgestelde economische benadering van pensioenfondsen kan die twijfel niet weg nemen. Om tot een beoordeling te komen volgt eerst een korte uiteenzetting van de huidige stand van zaken rond de verslaglegging van pensioenfondsen. Vervolgens zal in kort bestek de voorgestelde economische benadering worden uiteengezet. Daarna zal deze nieuwe benadering worden getoetst aan de hand van de belangen van (gepensioneerde) werknemers rond twee thema's die cruciaal zijn voor de blijvende maatschappelijke acceptatie van het huidige pensioenstelsel: wie is eigenaar van het vermogen van pensioenfondsen en hoe en met welk rendement wordt dit vermogen beheerd? Tot slot volgen enkele conclusies.

### De waarderingsmethodieken

Sinds vorig jaar zijn er uniforme regels voor de verslaglegging van pensioenfondsen. Een argeloze lezer vindt in de jaarverslagen van de fondsen echter nog steeds een lappendeken aan begrippen en balansposten. Het lijkt er wel op alsof de wirwar van reserveringen, premiebijcijferingen en voorzieningen wordt geschapen om een helder inzicht te vermijden in plaats van om duidelijkheid te scheppen en cijfers te geven die vergelijkbaar zijn met de gang van zaken bij andere pensioenfondsen.

Twee elementen die cruciaal zijn voor de financiële soliditeit van pensioenfondsen strijden daarbij om voorrang. Hoe rijk is een pensioenfonds, althans voor zover dat is af te lezen uit het vermogen dat uitstijgt boven de pensioenverplichtingen? En hoeveel rendement heeft het fonds het afgelopen jaar behaald op zijn beleggingen? En, in het verlengde daarvan, hoe verhoudt het behaalde rendement zich tot het ijkpunt dat het fonds zich heeft gesteld, tot de graadmeters op de financiële markten (indices) en tot het rendement van het doorsnee pensioenfonds, zoals de cijfers door de adviesfirma WM Company.

De eerste vraag is nog het simpelst te beantwoorden. Bijna elk pensioenfonds lijkt wel zijn eigen methodieken te gebruiken om zijn balans in te richten, vooral als het gaat om het aanleggen van extra reserves en voorzieningen. Deze reserves worden niet alleen gevormd als gerechtvaardigde, en door de Verzekeringkamer minimaal verplicht gestelde buffer tegen een eventuele krach op de financiële markten. Sommige fondsen hebben voorzieningen voor een rentedaling die loopt tot een aanpassing van de rekenrente. Andere hebben aparte voorzieningen voor toekomstige premieverlagingen. Op basis van welke criteria zijn/worden deze voorzieningen aangelegd? In het bedrijfsleven is het goed gebruik dat veel van dergelijke voorzieningen worden gevormd om de winst te egaliseren en aandeelhouders niet te verrassen met plotseling verslechterde resultaten. Reorganisatievoorzieningen kunnen in gunstige winstjaren worden aangelegd om in mindere jaren kosten te dekken die daardoor niet ten laste komen van de winst in dat jaar. Hebben diverse van deze voorzieningen

bij pensioenfondsen een vergelijkbaar doel, maar dan om de premiebetalingen van de werkgever en de werknemers te reguleren? De vuistregel is dat werkgevers ongeveer tweederde van de pensioenpremie betalen en werknemers eenderde. Of moeten de verschillende soorten voorzieningen voor specifieke doelen verhinderen dat het beeld ontstaat dat de pensioenfondsen zo rijk zijn, dat belastingheffing over het fondsoverschot niet alleen lonend is voor de staatskas, maar ook de pensioenregelingen niet zal ontwrichten. Nu de opbrengst van de UMTS-veilingen is tegengevallen, bieden de pensioenfondsen wellicht soelaas. Directievoorzitter Pieter Korteweg van vermogensbeheerder Robeco en voorzitter van de commissie die het VVD-verkiezingsprogramma gaat schrijven, liet de mogelijkheid van een fiscale heffing onlangs al vallen <sup>1</sup>.

Inzicht in het vermogen van het fonds is nodig om de vraag te beantwoorden of er overschotten zijn en zo ja, of daar iets mee moet gebeuren. Met name ondernemings-pensioenfondsen hebben de afgelopen jaren ontzagwekkende rendementen behaald dankzij hun stelselmatig hoge beleggingen in aandelen. In hun kring is terugstorting van vermogen door het fonds aan de werkgever inmiddels de gewoonte van de wereld. Het pensioenfonds van Unilever stort dit jaar en volgend jaar samen 1,95 miljard gulden terug, de fondsen van Rabobank en Philips gaven vorig jaar elk meer dan honderd miljoen gulden terug, dat van Ahold 75 miljoen gulden. Sommige van hen geven de werkgever ook premiekortingen. Dergelijke kortingen krijgen bijvoorbeeld Nedlloyd, de Nederlandse Spoorwegen, ING, ABN Amro, Shell Nederland en Nestlé Nederland.

Lucratieve pensioenregelingen die werkgevers meer opleveren dan zij kosten zijn overigens geen exclusief Nederlands fenomeen. De Wall Street Journal rapporteerde onlangs dat 11 van de 30 bedrijven die met hun aandelen in de Dow Jones index zitten, geld overhouden aan de pensioenregeling voor hun werknemers <sup>2</sup>.

Hoe rijk een fonds is, is niet gemakkelijk vast te stellen. Moeilijker nog is duidelijkheid te krijgen over het rendement van een individueel pensioenfonds. Om met het goede nieuws te beginnen: ten opzichte van tien jaar geleden zijn het overzicht en de uniformiteit van de cijfers aanzienlijk verbeterd. Meer dan honderd pensioenfondsen, waaronder vrijwel alle grote, doen jaarlijks mee met een rendementsoverzicht op basis van de waarderingmethode van WM Company.

Het slechte nieuws is dat pensioenfondsen in hun eigen jaarverslagen veelal twee soorten cijfers hanteren: het totale rendementscijfer volgens de WM-methode en rendementscijfers van hun verschillende categorieën beleggingen op basis van hun eigen waarderinggrondslagen. Wie wil weten hoe een specifiek pensioenfonds met zijn aandelenbeleggingen heeft gescoord blijft dan zitten met onvergelijkbare cijfers: het aandelenrendement van het doorsnee fonds conform WM-maatstaf en een rendement op de eigen grondslagen van het fonds. Dat is geen transparante informatie.

## De economische benadering

Belangrijk voor het beoordelen van het voorstel is de vraag op welke manier een zogeheten economische benadering tegemoet komt aan een oplossing van de huidige manco's en de hybride positie van de pensioenfondsen. Kern van het voorstel van Ponds en Steenkamp is dat beleggingen en verplichtingen niet meer via de traditionele actuariële praktijk en zelfgekozen vuistregels worden gewaardeerd maar marktconform worden bepaald. In de nieuwe opzet worden beleggingen dan gewaardeerd tegen marktwaarden en de verplichtingen tegen een marktconforme rekenrente. De traditionele vaste rekenrente van vier procent zou daarmee komen te vervallen.

Op het eerste gezicht lijkt de economische benadering een flinke stap vooruit. De boekwaarden en zelfgekozen vuistregels komen te vervallen en daarvoor in de plaats komen de marktwaarden die dagelijks van de effectenbeurzen zijn af te lezen. Wel worden de waarden van beleggingen en verplichtingen veel variabelere. Ponds en Steenkamp geven dat bij de nieuwe economische benadering de waarde van de verplichtingen op korte termijn kan fluctueren tussen - 45 procent en + 45 procent. Veel van die variabiliteit kan op de financiële markt worden afgedekt. Dit hoeft dus geen overwegend bezwaar tegen de economische benadering te zijn. Veel belangrijker om te beseffen is dat de voorgestane overgang naar economische waardering veel meer behelst dan louter een andere systematiek van waardering. Het gaat zoals Ponds en Steenkamp terecht opmerken om een geheel ander conceptueel kader en een nieuwe manier van kijken naar pensioenfondsen.

De economische benadering kan van nut zijn bij een beter inzicht in de financiële positie van pensioenfondsen op langere termijn, doordat zowel de beleggingen als de verplichtingen op marktwaarde worden becijferd. Het roept echter ook vragen op. De marktwaarde van de pensioenverplichtingen zal nooit meer zijn dan een grove benadering. Is het zinvol om daar premiebeleid op te baseren? Zal waardering op marktwaarde niet automatisch leiden tot een hogere frequentie van de rapportage: op kwartaalbasis, of halfjaarcijfers? Deze transparantie krijgt zo gemakkelijk een meer dan gemiddeld technocratisch gehalte. Daarmee sluit het wel aan op de huidige consensus onder pensioenfondsbesturen en -directeuren, die de pensioenvermogens eerder door een juridisch-technische bril bekijken dan vanuit een politiek-economische blik. Voordat de economische benadering in de praktijk wordt gebracht is het echter nodig enkele actuele en prangende vraagstukken met de nodige maatschappelijke consequenties onder ogen te zien: hoe transparant zijn op dit moment de vraagstukken van eigendom, toezicht en bestuur in de pensioenwereld?

Als gevolg van de voorgestelde economische benadering worden de vermogens transparanter. De vraag is echter ten behoeve van wie?

De financiële positie van pensioenfondsen als totaal is op dit moment riant. De WRR becijferde dat de overschotten na aftrek van een buffer voor koersdalingen per eind 1998 zo'n 120 miljard gulden bedroegen <sup>3</sup>. Op basis van de cijfers over 1999 moet het overschot zijn opgelopen tot ongeveer tweehonderd miljard gulden. Van wie zijn de overschotten en van wie is het vermogen dat ligt 'opgeslagen' in het pensioenfonds? De vraag dicteert het antwoord. Economisch gezien is het vermogen eigendom van de stichting en de bestuurders van de stichting dienen het vermogen zo goed mogelijk te beheren ten behoeve van twee groepen rechthebbenden: werkenden (inclusief de niet-premiebetalende 'slapers') en gepensioneerden. Ook het rendement dat op het uitgestelde loon wordt behaald kan moeilijk aan anderen toevloeien dan aan deze rechthebbenden.

De voorkeuren van werkgevers spelen niet zelden een doorslaggevende rol bij besluiten van pensioenbesturen inclusief werknemersdelegaties. Pro rata van de inbreng van werkgevers en werknemers keren zij overschotten uit. Zeldzaam zijn de pensioenfondsen die gepensioneerden laten meedelen wanneer overschotten worden uitgekeerd of premies worden verlaagd. Zeldzaam zijn de fondsen die voorzieningen aanleggen voor toekomstige indexatie van pensioentoezeggingen, hoewel de meeste werknemers zeker ooit gepensioneerden zullen worden. Kennelijk hebben besturen van pensioenfondsen in dit opzicht een voorliefde voor korte termijn

beslissingen, in weerwil van hun mandaat als bestuurders van pensioenfondsen met een lange termijn missie. Het is gezien de gestage vergrijzing van de bevolking en de dienovereenkomstige stijging van het politieke gewicht van gepensioneerden de vraag hoe lang de pensioenwereld nog op de huidige voet kan doorgaan.

De oplossing moet worden gezocht in een doelomschrijving van het pensioenfonds die aansluit bij het doel van het pensioen: het verschaffen van inkomen bij pensionering. Dan is helder wiens belang gediend moet worden. Niet de kas van de werkgever, of het besteedbaar loon van de werknemer, maar de pensioentoezegging op lange termijn voor (toekomstige) gepensioneerden.

Een professionele directie kan het dagelijkse werk uitvoeren, een ter zake kundig bestuur, dat fungeert als een raad van commissarissen en breed is samengesteld, kan op de directie toezicht houden. In deze raad moeten meer disciplines en ervaring vertegenwoordigd zijn dan die van werkgever en werknemer. Bovendien dienen de bestuursleden van pensioenstichtingen voor hun prestatie en verantwoordelijkheid een financiële beloning te ontvangen. Momenteel is dit nog niet het geval. Als pensioenfondsen aansluiting zoeken bij de financiële markten met zowel waarderingsmethodieken als hun actieradius kunnen zij maar beter ook de bestuurlijke normen en 'best practice' van marktgedreven instellingen overnemen. Deze oplossing staat niet in de weg dat vakbonden en werkgevers in het kader van de cao-onderhandelingen ook zaken doen over de pensioentoezegging.

## Conclusie

De vormgeving van het Nederlandse pensioenstelsel met een staatspensioen (AOW), een aanvullend verplicht pensioen via de werkgever en, desgewenst, een eigen extra appeltje voor de dorst is terecht een object van studie en jaloezie door andere landen. Wil het aanvullende pensioenstelsel maatschappelijk breed gedragen worden dan zal zij zich rap moeten aanpassen. Daarbij behoort transparantie over de waarderingsmethodiek, zoals bij de economische benadering, en transparantie over de vraagstukken van eigendom, toezicht en bestuur. Het een kan niet echt zonder de ander. De afgelopen vijftig jaar zijn machtige financiële vermogens opgebouwd. De pensioenuitkeringen zijn binnenkort hoger dan de geïnde pensioenpremies en daarmee breekt een nieuwe periode aan, waarin niet opbouw maar oogsten centraal staat. Oogsten in de vorm van uitkeringen voor de pensioengerechtigden. En oogsten in de vorm van rendementen voor de volgende vijftig jaar.

Zie ook H.A.A. Verbon, [Na ons de zondvloed](#), *ESB*, 6 september 2000, blz 22

---

## 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](#)

---

2 *Wall Street Journal*, 30 mei 2000.

3 WRR, [Generatiebewust Beleid](#), Den Haag, 1999

Copyright © 2000 - 2003 Economisch Statistische Berichten ([www.economie.nl](http://www.economie.nl))