



“Pensioenfondsen zijn toch niets anders dan beleggingsfondsen?” Deze uitspraak, gedaan tijdens een vergadering binnen de Kring van Pensioen Specialisten tekent de tijd waarin wij leven. Maar ik noem die uitspraak karaktermoord. En de gevolgen daarvan zijn desastreus.

Karaktermoord van het pensioenfonds

VAN ACTUARIËLE PRINCIPES NAAR FINANCIËEL TOETSINGSKADER

In de jaren negentig mocht ik binnen wat toen nog de Verzekeringskamer was¹ meewerken aan de Actuariële principes voor verzekeraars. Vergelijkbare principes voor pensioenfondsen volgden. Maar omdat er tussen die twee wat onverklaarbare verschillen waren besloot het bestuur van de Verzekeringskamer tot een harmonisatieproject.

Inmiddels was de nieuwe eeuw ingegaan. De computer had zijn intrede gedaan en computermodellen werden bereikbaar. De projectleiders trokken nieuwe mensen aan met kennis van en ervaring met risicomodellen voor beleggingsinstellingen. Ik keek vol bewondering toe hoe deze professionals met hun nieuwe kennis mijn eerdere werk tot amateuristisch gepruts deden verbleken.

KARAKTERMOORD IN NIEUWE BENADERING

Daardoor zag ik niet, dat deze mensen een cruciale fout maakten. Hun kennis was afkomstig uit de wereld van beleggingsfondsen en optiehandel. En een pensioenfonds heeft een heel ander karakter dan een beleggingsfonds. Dat verschil in karakter zagen zij over het hoofd. Een begrijpelijke, maar wel ernstige fout.

Ik noem deze misser karaktermoord. Ik kies deze, wat opgeblazen term omdat de gevolgen heel ernstig zijn. Het gevolg is namelijk, dat het Financieel Toetsingskader heeft gefaald en de Wet toekomst pensioenen zal gaan falen.

Door deze karaktermoord hebben begrippen als marktwaardebalans, renterisico en risicohouding hun entree gedaan in de pensioenwereld die daar helemaal niks te zoeken hebben. En de pensioenwereld lijkt dat nog heel normaal te vinden ook.

MARKTWAARDEBALANS

Onder de Actuariële Principes en alle voorgaande stelsels was de rekenrente een actuariële grondslag net zoals sterfte en kosten. De rekenrente werd gekozen door een prudente (voorzichtige)

schatting te maken van het rendement dat een pensioenfonds in de toekomst kan maken. Ik noem deze benadering het begrotingsperspectief, omdat de manier van vaststellen van een technische voorziening en de daarbij horende rekenrente overeenkomt met het opstellen van een begroting.

Binnen het Financieel Toetsingskader werd het begrotingsperspectief in 2007 vervangen door wat ik het waarderingsperspectief noem, omdat de keuze voor de rekenrente voortkomt uit de manier van waardering bij een beleggingsfonds.

Alle activa en passiva van een beleggingsfonds zijn – vanuit het wezenskenmerk van een beleggingsfonds – op een markt verhandelbare financiële producten. Waardering komt voort uit de theorie van de vrije markt.

De waarde van een financieel product op een vrije markt is de tegen gewenst rendement contant gemaakte verwachte kasstroom. Zowel ‘gewenst’ als ‘verwachte’ zijn termen waar de markt invulling aan geeft. Is de zo gedefinieerde waarde van een product volgens een belegger hoger dan de prijs op de markt, dan zal hij het product kopen. De vraag naar het product zal omhoog gaan, waarmee de prijs ook zal stijgen. Op deze manier zal volgens de beleggingstheorie de markt een faire prijs voor financiële producten bepalen. De balans die volgens deze waardering wordt opgesteld noemt men de marktwaardebalans.

Pensioen wordt in deze theorie gezien als een serie vaststaande uitkeringen. Vastrentende waarden worden gewaardeerd met behulp van de risicovrije rente en het debiteurenrisico. Omdat het vanuit het fonds gezien gaat om verplichtingen is het debiteurenrisico gelijk aan nul. En dan blijft de risicovrije rente over.

Dit verklaart de keuze voor de risicovrije rente als rekenrente. Het verklaart ook waarom DNB zo onwrikbaar vasthield aan de risicovrije rente als rekenrente voor pensioenen. Vanuit deze manier van waarderen, die ik het waarderingsperspectief noem, is de risicovrije rente immers de theoretische enig juiste rekenrente voor pensioenverplichtingen.

¹ De Verzekeringskamer, later Pensioen- & Verzekeringskamer, werd in 2004 overgenomen door De Nederlandsche Bank.

De denkfout die hier gemaakt wordt is het waarden van pensioen als serie uitkeringen op een vrije markt. Want pensioen is niet op een vrije markt verhandelbaar. Immers, diverse deelnemers in pensioenfondsen hebben (volkomen ten onrechte, maar dat terzijde) het vertrouwen verloren ooit nog pensioen te ontvangen. Voor hen is de verwachte toekomstige kasstroom en daarmee de waarde van hun pensioen dus heel laag.

Tegelijk is de prijs van pensioen door de lage rekenrente heel hoog. Volgens de theorie van de vrije markt zouden deze deelnemers hierop moeten reageren door massaal hun pensioen op de markt aan te bieden. Dat is niet gebeurd om de simpele reden dat dit wettelijk niet is toegestaan.

De theorie van vrije marktwerking gaat dus niet op voor pensioenen. De waardering van pensioenen die uit vrije marktwerking wordt afgeleid en daarmee de gehanteerde rekenrente zijn daarom onjuist.

De deelnemer en de pensioenuitvoerder zitten op basis van wettelijke (en deels contractuele) gronden langjarig aan elkaar vast. En dus is een rekenrente vanuit het begrotingsperspectief een juiste manier om de rekenrente en daarmee de technische voorziening vast te stellen.

Ik parkeer nu even de discussie hoe je precies een rekenrente voor pensioenen zou moeten begroten. Maar het is evident dat een rekenrente vanuit het begrotingsperspectief significant hoger ligt dan een rekenrente vanuit het waarderingsperspectief.

Dit heeft grote consequenties. Door die oneigenlijke introductie van de marktwaardebalans in de pensioenwereld is de rekenrente anderhalf decennium heel laag geweest, waardoor er niet of nauwelijks geïndexeerd is. Ja, u leest het goed. Het is het miskennen van het verschil in karakter tussen pensioen- en beleggingsfondsen waardoor de ruim 20 % verwatering van pensioenen is ontstaan.

RENTERISICO

De marktwaardebalans heeft nog een tweede oneigenlijk begrip geïntroduceerd in de pensioenwereld: renterisico. Renterisico is namelijk het risico van verandering van de rekenrente vanuit het waarderingsperspectief. Maar zoals we zo-even al hebben gezien biedt het waarderingsperspectief geen passende rekenrente voor pensioenfondsen. Voor pensioenfondsen moet een rekenrente worden bepaald vanuit het begrotingsperspectief. Dat wil zeggen: op basis van een prudente schatting van toekomstige beleggingsinkomsten. Een dergelijke schatting is niet of nauwelijks afhankelijk van de toevallige actuele rentestand. Zeker als pensioen-

fondsen hun lange verplichtingen afdekken met veel lucratievere zakelijke waarden.

Dat betekent, dat het renterisico een boekhoudkundig risico is zonder feitelijke economische betekenis. Dat heeft grote gevolgen voor de belangen van (toekomstig) gepensioneerden. Want pensioenfondsen hebben het afgelopen anderhalf decennium veel geïnvesteerd in het afdekken van dit renterisico, hetzij direct door langlopende obligaties tegen lage couponrente te kopen, hetzij indirect middels rentederivaten. Dat heeft veel misgelopen rendement, dan wel beleggingsverliezen gekost.

Het miskennen van het verschil in karakter tussen pensioen- en beleggingsfondsen heeft dus veel beleggingsopbrengsten gekost.

RISICHOUDING

Is dit allemaal voorbij nu het Financieel Toetsingskader wordt vervangen door de Wet toekomst pensioenen? Vergeet het maar. Begrippen als beschermingsrendement en lifecycle beleggen (onder het 'solidaire' contract nagebootst met leeftijdsafhankelijke rendementstoedeling) zijn nieuwe oneigenlijke begrippen die met schadelijke gevolgen de pensioenwereld worden ingeschoven vanuit een beleggingsdenkkader. Om niet in herhaling te vallen ga ik op deze voorbeelden nu niet verder in.

De Wet toekomst pensioenen brengt namelijk ook een heel nieuwe vorm van karaktermoord en dat is het miskennen van het verschil in karakter tussen een deelnemer aan een beleggingsfonds en een deelnemer aan een pensioenfonds.

Toen ik laatst wat administratieve wijzigingen wilde aanbrengen in mijn beleggingen kreeg ik eerst een examen voorgelegd waarvoor ik moest slagen voordat ING mijn verzoek in behandeling ging nemen. Het was weliswaar geen universitair niveau; het ging om vijf of tien vragen waarin ik bijvoorbeeld moest laten zien het basale verschil tussen vastrentende en zakelijke waarden te begrijpen.

Ik vind dat volkomen terecht en ik ga ervan uit, dat de AFM erop toeziet dat financiële instellingen dit doen. Je neemt immers beslissingen die in potentie van grote invloed kunnen zijn op je financiële positie.

Het vreemde is, dat de AFM er nu niet voor pleit om deelnemers van pensioenfondsen te verplichten om een examen af te leggen voordat ze mogen deelnemen in een pensioenregeling. De situatie is immers vergelijkbaar: de deelnemer moet keuzes maken die van groot belang kunnen zijn voor zijn financiële toekomst. >

De verschillende benadering van de AFM tussen de deelnemer in een beleggingsfonds en in een pensioenfonds illustreert het verschil in karakter tussen beide soorten deelnemers. Ik stel dat dit zelfs zo is als het om dezelfde persoon gaat, iemand die zowel deelneemt in een pensioen- als in een beleggingsfonds. Die persoon zal beide fondsen verschillend benaderen.

Een deelnemer in een beleggingsfonds is een bewuste belegger. Hij (zij) kiest zelf om te beleggen in een beleggingsfonds en ook in welk fonds. Hij heeft (verplicht) enige financiële kennis die hem in staat stelt om een weloverwogen keuze te maken met betrekking tot het risico dat hij wil lopen. Hij zal ook een bewuste keuze maken hoeveel risico hij zich kan veroorloven. In zijn financiële planning zal hij een marge inbouwen voor het risico waarvoor hij kiest.

Hij bepaalt zelf of, hoe en in hoeverre maatschappelijk verantwoord beleggen een rol speelt bij de keuzes voor zijn fondsen.

Door deze bewuste keuze zal hij tegenvallende resultaten ook accepteren. Die zijn immers het gevolg van zijn eigen keuzes.

Een deelnemer in een pensioenfonds is een heel ander persoon. Dat is iemand die gekozen heeft voor een baan in loondienst en dus voor een vast inkomen. Hij is deelnemer omdat dit verplicht is. Hij heeft in grote meerderheid onvoldoende kennis van zaken van en nog minder belangstelling voor financiële zaken. Dit is overigens niet denigrerend bedoeld; ik veronderstel dat hij wel kennis van en belangstelling heeft voor het vak dat hij de hele dag uitoefent.

Als hem om een risicohouding gevraagd wordt zal hij daarop derhalve antwoorden zonder voldoende kennis van zaken en zonder zich betrokken te voelen. Zijn eigenlijke behoefte is om ontzorgd te worden, maar juist dat eindigt met de Wet toekomst pensioenen.

Ook het miskennen van het verschil in karakter tussen de deelnemer in een beleggingsfonds en een in een pensioenfonds zal desastreuze gevolgen hebben. Want de deelnemer in een pensioenfonds zal geen verantwoordelijkheid voelen voor de risico's waarmee hij in zijn pensioen geconfronteerd wordt. Hij zal een slechte uitkomst voor hemzelf dus niet zomaar accepteren.

Een slechte uitkomst kan zijn als de beleggingsresultaten slecht zijn. Dan zal het pensioen gekort worden of sterk achterblijven

bij de geldontwaarding. Dit zal het vertrouwen in het stelsel ernstig beschadigen.

Een andere slechte uitkomst kan zijn als de beleggingsresultaten goed zijn. Dan zal door de leeftijdsafhankelijke rendementstoeiding aan jongeren een veel hoger rendement worden toegekend dan aan ouderen. Omdat de (oudere) deelnemer in meerderheid de achterliggende techniek niet zal (willen) begrijpen zal dit uiterst onrechtvaardig aanvoelen. Ook dit zal het vertrouwen in het stelsel ernstig beschadigen.

Het valt te verwachten, dat er snel na de effectuering van de wet een van de scenario's die leiden tot beschadiging van het vertrouwen (slechte beleggingsresultaten of goede beleggingsresultaten) zal optreden. Het is als fondsbestuur bijna onmogelijk om structureel deze twee scenario's te vermijden.

Het miskennen van het verschil in karakter tussen beide deelnemers zal dus onmiskenbaar leiden tot een vertrouwenscrisis in de pensioenwereld.

Het zal aanpassing vragen van de beleggers in de pensioenfondsen. De bekende modellen zullen wegvallen. De kengetallen waarop gestuurd wordt ook. Omdat ROL gericht is op de lange termijn zullen er minder maandelijks verantwoordingsmomenten komen. De deelnemer wil bovendien vooral ontzorgd worden en zal dus minder input geven aan de belegger.

Dat betekent dat beleggers onder ROL Pensioenfondsen meer ruimte krijgen om hun beleid naar eigen inzichten in te richten.

Het zal een nieuw soort belegger vragen. De snelle jongen met een wand vol televisieschermen op de muur van zijn kantoor om alle koersen in de wereld te kunnen volgen, zal afgedaan hebben. In plaats daarvan zijn er beleggers nodig die hun verantwoordelijkheid kennen en nemen vanuit een intrinsieke motivatie om de klant te ontzorgen. Zo'n belegger past bij het karakter van een pensioenfonds.

ROL Pensioenfondsen (ROL = Risicobeheer Op Lange termijn) is een innovatief risicomodel dat uitgaat van het juiste karakter van pensioenfondsen en de pensioenfondsdeelnemer. Het ontzorgt door te zorgen voor pensioenzekerheid, reëel uitzicht op koopkrachtbehoud en stabiele premies.