

Inbreng consultatiedocument: Jean Frijns en Jelle Mensonides¹

Het Pensioenakkoord (PA) beoogt een overgang naar een nieuw systeem met individuele rekeningen onder de uitdrukkelijke erkenning, nu ook van de wetgever, dat het pensioenresultaat onzeker is. Wat betreft die onzekerheid: in economische termen is die er altijd geweest. De weigering dat op een adequate wijze tot uitdrukking te brengen in de wetgeving is de bron van veel van de huidige ellende rond pensioenen.

De argumentatie rond de overgang naar individuele rekeningen is gericht op transparantie en aansluiting bij de toegenomen arbeidsmobiliteit. De meest vergaande interpretatie is dat het PA een overgang naar een puur individueel stelsel op basis van opgebouwde premies is. Het collectieve karakter van pensioensparen is flinterdun en niet meer dan een sluier waarachter een hard individueel stelsel schuilgaat. De minder vergaande andere variant benadrukt de invoering van individuele rekeningen als een *governance instrument*: de daardoor afgedwongen transparantie versterkt de positie van de individuele deelnemer en draagt daardoor bij aan het herstel van vertrouwen. Deze tweede benadering spreekt ons aan. In deze variant blijft het collectieve vermogensbeheer zoveel mogelijk in stand.

Wat tamelijk onbesproken blijft in het voorliggende akkoord is de keuze het pensioen vooral als financieel product te zien. Dat achten we onnodig, in strijd met de Nederlandse pensioentraditie en zeer ongewenst. We zullen dat nader onderbouwen.

1. De toekomst is fundamenteel onzeker en periodes met extreme uitkomsten zijn zeker op de financiële markten meer regel dan uitzondering. Individuele rekeningen kunnen in zo'n wereld zonder nadere inkadering gemakkelijk leiden tot geluk en pechgeneraties. Dat staat haaks op de bestaansredenen van collectieve instituties namelijk bescherming van het individu tegen te grote financieel economische fluctuaties. Dat doet beroep op solidariteit tussen generaties, onder randvoorwaarden.
2. Vanuit dat perspectief bepleiten we een verplichte periodieke toets, zeg om de vijf jaar, door het bestuur op een evenwichtig pensioenresultaat en indien nodig bijsturing. De definitie van evenwichtigheid is essentieel. Het gaat om het verwachte pensioenresultaat vertrekkend vanuit de actuele uitgangssituatie. Het gaat ook om verwachtingen en deze dienen prudent te worden vastgesteld en zoveel mogelijk stabiel te zijn over de tijd. Deze stabiliteit pleit ertegen de verwachtingen te baseren op actuele financiële marktprijzen: deze zeggen niets over de toekomst en zijn in hoge mate volatiel. Zoveel mogelijk dienen verwachtingen te worden gebaseerd op onderliggende economische trends. Het netto profijtbeginsel is ten enenmale ongeschikt als maatstaf voor evenwichtigheid: het is gebaseerd op een eenzijdig financieel beoordelingsinstrument waarbij dagkoersen het pensioenresultaat bepalen. Het eindresultaat is in hoge mate gevoelig voor uitschieters in actuele marktprijzen en rente.
3. De bijsturing zelf is een volgend heet hangijzer. In het voorliggende PA geschiedt bijsturing via een reservefonds dat gevoed wordt uit overrendementen en eventueel premies. De inzet van een deel van de premie is onmisbaar. Zo is een premie van 30% is voor jongeren in het **huidige** tijdsgewricht waarschijnlijk onnodig hoog en voor oudere werknemers juist weer te laag voor het bereiken van eenzelfde verwacht en geambieerd pensioenresultaat. Dat pleit voor risicodeling over generaties en dat kan door een deel van de premie daarvoor in te zetten. Het is van belang op te merken dat het criterium van eenzelfde verwacht pensioenresultaat in combinatie met het premie- en uitkeringsinstrument zo kan worden toegepast dat ouderen en jongeren in dezelfde mate delen of profiteren van tegenvallers of meevallers aan de beleggingskant. In de vakliteratuur spreekt men over toepassing van het Musgrave criterium; zie onder andere Vandenbroucke in zijn advies aan de minister.

De toekomst is fundamenteel onzeker; kijken we naar een lange historie dan is geenszins uit te sluiten dat we tussen nu en 2060 te maken krijgen met periodes van financiële overvloed waarbij strikte toepassing van het Musgrave criterium zou leiden tot zeer lage premies en zeer hoge pensioenen. Denk aan de zogenaamde 'premie vakanties' en aan het wetsvoorstel 'Brede (financiële) Herwaardering' dat fiscale afroaming van onnodig 'vette' pensioenfondsen

¹ Jean Frijns is emeritus hoogleraar aan de Vrije Universiteit en oud-directeur beleggingen bij het APB en Jelle Mensonides is adviseur en voormalig bestuurder van pensioenfondsen.

beoogde uit de jaren negentig van de vorige eeuw. Vanuit het 'genoeg is genoeg' argument pleiten we voor zelfbeheersing in zulke regimes en de vorming van lange termijn buffers.

4. De criteria voor het beoordelen van wat evenwichtig is dienen dezelfde te zijn zowel tijdens de transitie als in het nieuwe stelsel. Dit vinden wij van essentieel belang om evenwichtige pensioenuitkomsten tussen oude en jongere generaties te behouden. Het voor de hand liggende instrument ter bereiking van evenwichtige uitkomsten is de toedeling van het vermogen, met andere woorden de *methode* van de vermogensoverdracht². Omdat met name de jongeren nog nauwelijks vermogen hebben opgebouwd is de kracht van dit instrument beperkt zodat ook na de transitie een deel van de premie ingezet zal moeten worden om een evenwichtig resultaat te verkrijgen.
5. Het premie instrument kan onder andere ingezet worden voor de compensatie voor het afschaffen van de doorsneepremie. Afschaffen van de doorsneepremie is vanuit de pensioenbalans gezien bij de huidige lage rekenrente een non-event. Rechtstreeks van de balans naar een 'leeftijdsneutrale' uitgangsspositie vergt een bedrag dat vele malen kleiner is dan de eerdergenoemde bedragen van €50 of zelfs €100 miljard (CPB 2013). Daar staat tegenover dat in een systeem van levensloopbeleggen oudere werknemers veroordeeld worden tot een laag renderende beleggingsmix. Met andere woorden, de huidige extreem lage rente drukt de kosten van het oplossen van de doorsneeproblematiek, maar tegelijk reduceert het levensloopregime het pensioenresultaat voor de oudere werknemers en gepensioneerden. Bij de te kiezen methodiek van de vermogensoverdracht en de inzet van het premie instrument is er naar onze mening geen goed argument onderscheid te maken tussen (oudere) werknemers en gepensioneerden.
6. Ouderen, en dat zijn niet alleen de gepensioneerden, worden in een systeem van levensloopbeleggen zoals voorgesteld in het huidige PA, opgezaald met een dominant rente- en inflatierisico. Bij de huidige rentestanden betekent dit dat ouderen een indexatieperspectief wordt ontnomen waar jongeren juist geen last hebben van de huidige extreem lage rente³. Om toch een enigermate evenwichtig pensioenresultaat te bewerkstelligen vergt dat een langdurige en omvangrijke interne herverdeling die waarschijnlijk het bestuurlijke draagvlak of de bestuurlijke kracht te boven gaat.

Het voorstel voor een stelsel van individuele rekeningen is ten onrechte gekoppeld aan een beleggingsbeleid op basis van het levensloopbeginsel. Kortweg: jongeren beleggen vooral in aandelen en ouderen vooral in vastrentend. De idee daarachter is dat jongeren tegenslagen uit aandelenbeleggingen gemakkelijker kunnen opvangen dan ouderen. Beleggen in vastrentend wordt daarbij als risicoloos gezien. Het gevolg zijn zeer eenzijdige en zeer verschillende beleggingsportefeuilles voor jong en oud. Dat kan, als we kijken naar de historie van aandelen, obligaties en inflatie, leiden tot een grote en lang aanhoudende scheefheid in beleggingsresultaten tussen jong en oud. Hoe kunnen pensioenfondsbestuurders dit met goed fatsoen uitleggen aan hun deelnemers? Het gaat hier niet om kortstondige verschillen. In onderstaande tabel zijn de gemiddelde rendementen op aandelen en de gemiddelde rente op obligaties over periodes van 10 jaar weergegeven. We hebben gekozen voor de VS omdat dit de meest stabiele markt is. Over een periode van 90 jaar zijn er twee 10-jaars periodes waarin de reële aandelenrendementen het slecht deden; de rente laat over deze periode enorme bewegingen zien, zowel in nominale als reële termen. Van het zogenaamd risicovrije karakter van vastrentend is niets te merken⁴. De huidige rente is extreem laag en zal bij het in het PA voorgestane rente-afdekkingsbeleid voor ouderen voor lange tijd op dit lage niveau worden vastgelegd⁵. Want daar moeten we

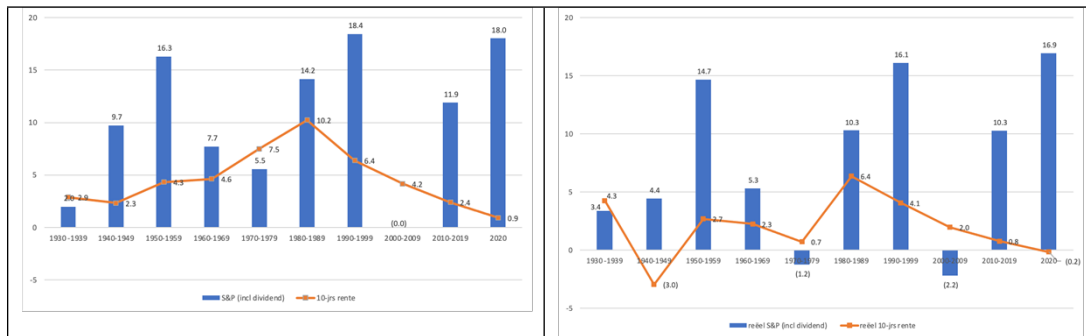
² Terzijde: het is ironisch dat onder het FTK een grote overheveling heeft plaats gevonden van oud naar jong om hen te compenseren voor de zeer lage (rekenrente) terwijl in het nieuwe stelsel jongeren juist niet lijden onder de lage rente. Zonder correctie hiervoor bij de transitie leidt dat tot onevenwichtige uitkomsten.

³ Zij beleggen immers vooral in aandelen en switchen pas naar obligaties tegen de tijd dat de rente weer meer normale niveaus heeft bereikt.

⁴ Risicovrije rente heeft betrekking op de betrouwbaarheid van de debiteur (geen faillissementsrisico en kans op downgraden van de rating zeer gering). Niet op de prijs van obligaties die bij de huidige lage rente extreem hoog is met een zeer grote kans op koersverlies bij rentestijging.

⁵ In een eerder artikel hebben we in dit verband gepleit om een deel van het aanvullende pensioen van omslag te financieren ter vervanging van grote percentage obligaties. Dat is een drastische stap die alleen maar kan worden gezet wanneer alle

ook duidelijk over zijn, langs een achterdeur is het renterisico via de levensloopbelegging levensgroot aanwezig. We zijn beducht voor een renterisicobeleid dat, in aansluiting bij het vigerende beleid⁶, alleen het risico van een verdere daling afdekt. Bij een aantrekken van de inflatie ontstaat dan een reële armoedeval.



Figuur 1: Nominale (links) en reële (rechts) rendementen aandelen en 10-jaars rente in de VS tussen 1930 en 2020⁷.

Het levenscyclus beginsel dreigt daarmee uit te pakken als een harnas waarin pensioenfondsen worden gedwongen, ongeacht de vraag of dat gegeven de vigerende situatie op de financiële markten gewenst is: regels vanachter een bureau opgesteld in 2020 dreigen dan het gedrag van pensioenfondsheleggers tot in de verre en onvoorzienbare toekomst vast te leggen. Dat lijkt ons in strijd met het beginsel van de ‘prudent expert’; een deskundig pensioenfonds dat belegt voor rekening van de pensioendeelnemers, mag dat niet laten gebeuren.

7. Er is nog een reden om te kiezen voor één gezamenlijke robuuste beleggingsmix. Boot, Teulings en De Beer hebben aangetoond hoe belangrijk een hoog percentage aandelen is voor de betaalbaarheid van ons pensioen. In een systeem met individuele rekeningen en levenscyclus beleggen zal het percentage aandelen eerder dalen dan stijgen. Overigens pleiten ook zij voor brede risicodeling via premies om tot een evenwichtig pensioenresultaat te komen.⁸
8. De hamvraag is of de door ons voorgestelde amendering van het PA bijdraagt aan (het herstel) van vertrouwen in het collectieve pensioenstelsel. Waarom zou een jongere van zeg 30 jaar zijn geld toevertrouwen aan een pensioenfonds tegen een premie die mogelijk hoger is dan de premie die gelet op zijn leeftijd en het verwachte rendement nodig is? Dat lukt alleen als zij/hij overtuigd is van de duurzaamheid en de intrinsieke fairness. Deze vraag verdient meer aandacht dan in dit bestek mogelijk is. Wij zien drie belangrijke voorwaarden:
 - a. Heldere verantwoording via het voorgestane stelsel van individuele rekeningen dat op het niveau van de individuele deelnemer laat zien hoe het (verwachte) pensioen zich ontwikkelt als resultante van betaalde premies, rendement en eventuele herverdeling.
 - b. Versterking van de bestuurlijke governance; wij zijn voorstander van een model waarbij het bestuur van het pensioenfonds meer op het Angelsaksische trustemodel wordt geënt; zie hiervoor ook Maatman (2021)⁹.
 - c. Het Musgrave criterium is een goede aanzet tot evenwichtige en faire behandeling van alle deelnemers. Het vergt een expliciete en transparante uitwerking door onafhankelijke derden; denk aan het voorbeeld van de Commissie Parameters.

partijen het hierover eens zijn. In de jaren zestig van de vorige eeuw heeft de SER zich hierover al een gebogen. Het zou van belang zijn deze discussie opnieuw te voeren mede tegen de achtergrond van de extreem lage rente.

⁶ Wat we hierover lezen in beleidsdocumenten en in documenten van consultants ed. stelt ons niet gerust.

Bron: Datasets van Shiller-Yale en Damodaran, Stern University.

⁸ Vgl. A. Boot, C. Teulings & P. de Beer, Een beter Pensioenakkoord met risicodeling via premies, ESB 2020/4793; J.M.G. Frijs & J. Menonides, Pensioenakkoord is in deze vorm beslist niet toekomstvast, MeJustice 6 augustus 2020; F. Vandenbroucke, Collectiviteit, solidariteit en zekerheid in het pensioenakkoord, UvA 8 juni 2020 (bijlage bij de Hoofdlijnennotitie) en in FD/Pensioenpro 24 september 2020.

⁹ R.H. Maatman, Hervorming pensioenstelsel nadert wetsvoorstel, *Ondernemingsrecht* 2021 (nog te verschijnen).

De vraag naar vertrouwen geldt overigens evenzeer ten aanzien van het voorliggende PA, al zijn de issues daar niet dezelfde. De kans op winnaars en verliezers is in het voorgestane individuele systeem inherent groot. Voorts is invoering van het PA een onomkeerbaar proces waarbij mogelijke complicaties zich pas na jaren kunnen manifesteren en moeilijk reparabel zijn. De impactstudies die wij tot nu toe gezien hebben van de werking van het nieuwe systeem in tijden van tegenspoed vinden wij beslist te mager¹⁰.

9. Concluderend pleiten wij voor een aantal aanpassingen van het voorliggend akkoord, namelijk
- Ruimte voor evenwichtige belangenafweging gericht op een ruwweg gelijk pensioenresultaat (in termen van welvaart) voor alle groepen (deelnemers, slapers en pensioengerechtigden);
 - De inzet van het premie-instrument als instrument van herverdeling;
 - Pensioenfondsen moeten kunnen handelen overeenkomstig prudente regels van het collectieve beleggingsbeheer in plaats van door een afgedwongen, rigide, statisch levensloopprincipe.

NB: dit document is op 30 januari ingediend en is een openbaar document
Jean Frijs en Jelle Mensonides

¹⁰ Zie hiervoor het eerder aangehaalde artikel van Frijs en Mensonides in MeJudice, augustus 2021