

Vertrouwen herstellen en de fiduciaire verantwoordelijkheid

—
“Het fundament waarop ons pensioenstelsel is gebouwd heet vertrouwen. Vertrouwen gestoeld op de zekerheid dat de pensioenfondsen onder alle omstandigheden kunnen nakomen wat zij aan deelnemers beloven”, aldus toenmalig staatssecretaris Mark Rutte die in 2002 de kern van het pensioenbeleid beschreef. Welke factoren beïnvloeden vertrouwen van deelnemers in hun pensioenfondsen? Als beleggingsresultaten een zichtbaarder onderdeel van het pensioenproduct worden, hoe kan dit het vertrouwen helpen?

Vertrouwen deelnemers in pensioenfondsen is groot...

Het gaat goed met het vertrouwen. Van Dalen en Henkens (2012) onderzoeken jaarlijks het vertrouwen van deelnemers in pensioenfondsen. Deelnemers hebben duidelijk meer vertrouwen in pensioenfondsen dan in banken en verzekeraars, een patroon wat al meerdere jaren zichtbaar is. Dit is opmerkelijk, omdat de aandacht voor de negatieve berichten over bijvoorbeeld ophanden zijnde kortingen van pensioenen het tegenovergestelde suggereren.

De auteurs onderzoeken ook wat het vertrouwen bepaalt van deelnemers in de pensioenfondsen. Stabiliteit van het fonds is een van de belangrijkste redenen (consumenten willen immer graag risico's vermijden) op de voet gevolgd door eerlijkheid. Deskundigheid en centraal stellen van de klant wordt als minder belangrijk gezien. Kenmerken als stabiliteit en eerlijkheid als drijvende factoren achter het vertrouwen sluit nauw aan op de bijzondere eigenschappen van een pensioenproduct; het is immers geen normaal financieel product (cf. Llewellyn, 2005). Om te beginnen is de transactie is *relatie*-gebaseerd, niet *transactie*-gebaseerd. Rationele kosten/baten afwegingen voeren niet de boventoon. Een consument sluit zich aan bij een pensioenregeling omdat hij een arbeidsverhouding heeft met de werkgever en de werkgever de regeling aanbiedt, al dan niet verplicht. De consument vertrouwt over het algemeen zijn werkgever, en zal geneigd zijn dit vertrouwen te projecteren op diens pensioenregeling.

Het pensioenproduct is wat in de literatuur een



Auteur
Alfred Slager

geloofsproduct wordt genoemd, een *credence good*. De consument is niet of nauwelijks in staat om de baten van het pensioenproduct goed in te schatten, in tegenstelling tot producten die hij bijvoorbeeld meteen consumeert. De aanbieder van het pensioenproduct, het pensioenfonds, kan echter wel veel beter de baten van het product inschatten. Dit veroorzaakt een situatie van ongelijkwaardige informatie.

Tenslotte bouwt de consument weinig ervaring op over het pensioenproduct. Volgens het CBS blijft een werknemer gemiddeld 7 jaar bij dezelfde werkgever; over een periode van 40 jaar komt hij dan maximaal 5 tot 6 maal in aanraking met het fenomeen pensioen, het jaarlijkse toegestuurde pensioenoverzicht ten spijt. Dit is overigens niet ongewoon. Naarmate de waarde van een product groter is, neemt het aantal transacties af, en daarmee de mogelijkheid er ervaring mee op te bouwen. Wij kopen elke dag brood bij de bakker, maar kopen slechts incidenteel een auto of een huis.

In plaats van zich te verdiepen in pensioen, zal de deelnemer kenmerken als stabiliteit en eerlijkheid van de organisatie interpreteren als kwaliteitskenmerken van het pensioenproduct.

...maar heeft onderhoud nodig

Het paradoxale is dat, ondanks dat het vertrouwen in pensioenfondsen nog steeds aanwezig is, de pensioensector terecht redenen heeft om zich zorgen te maken over het vertrouwen. Zo lijkt het erop dat, als uitkomst van het pensioenakkoord, de kenmerken van het pensioenproduct eenzijdig gewijzigd worden, zonder dat de deelnemer daar invloed op heeft. Merton (2005) maakt bij financiële producten een onderscheid tussen een consument en investeerder. Op het moment dat de aanschaf van het product duidelijk vooraf vastgelegde kasstromen betreft (waarbij de reden of moment van ingang vooraf is afgesproken), dan hebben we te maken met een consument die een financieel product koopt. De uitbetaling is immers niet gekoppeld aan het wel en wee van de financiële intermediair. Dit is waarschijnlijk de perceptie van veel deelnemers, waar de uitspraak van Mark Rutte aan het begin van het artikel naar verwijst. Anders wordt het als de uitbetaling van het product wel meebeweegt met het wel en wee van de financiële intermediair. Een voorbeeld is de Collectief Defined Contribution regeling waar veranderingen van de pensioenaanspraken grotendeels plaatsvinden uit hoofde van behaalde rendementen door het pensioenfonds. De consument krijgt daarmee een claim op een deel van de balans van de financiële intermediair. De deelnemer wordt kortom investeerder, in plaats van consument. Dit is misschien goed voor de stabiliteit van de balans van het pensioenfonds, maar slecht voor de perceptie van stabiliteit, een van de belangrijkste redenen van deelnemers om pensioenfondsen te vertrouwen. Deze (in de perceptie van de deelnemer) sluipende verandering van rol zal het vertrouwen niet helpen.

De tweede observatie is dat de pensioensector in de afgelopen jaren veel veranderingen heeft ondergaan, vooral op onderwerpen als besturing en inrichting. In korte tijd vonden zelfonderzoeken door commissies en werkgroepen plaats (denk aan de Commissie Frijns voor beleggingsbeleid en risicobeheer, en de Commissie Goudswaard voor de toekomstbestendigheid van aanvullende pensioenen), die door de sector verder worden ontwikkeld in aanbevelingen. Het meest ingrijpende voor de sector zelf zijn de veranderingen in de organisatie en aansturing. Deskundigheid moet toenemen in besturen (zoals het wetsvoorstel wet versterking bestuur pensioenfondsen), en nieuwe organisaties als bestuursbureaus worden opgetuigd voor meer grip en controle.

Anders beleggen helpt vertrouwen

De bovenstaande veranderingen zijn vast belangrijk voor betere besturing van pensioenfondsen, maar misschien minder relevant om het vertrouwen van deelnemers te vergroten. Het adresseert

immers niet de belangrijkste redenen van consumenten om pensioenfondsen te vertrouwen. Geen prettig vooruitzicht, maar gelukkig zijn nog niet alle mogelijkheden benut. Als blijkt dat het pensioen afhankelijker wordt van de beleggingen, en het pensioenfonds de deelnemer in het kader van zorgplicht hier sterker op gaat wijzen, dan zou een pensioenfonds de beleggingen dichter bij de beleggerswereld van de deelnemer kunnen brengen. Marktrisico kan een pensioenfonds dan niet wegnemen, wel het onbehagen over de ongrijpbaarheid van beleggingen en de financiële wereld sinds het uitbreken van de financiële crises sinds 2007. Drie voor de hand liggende mogelijkheden:

1. Het heersende paradigma was tot voor kort om aandelen over honderden, misschien zelfs duizenden aandelen te spreiden. Voortschrijdend inzicht is dat het extra effect op rendement en risico verwaarloosbaar klein wordt. Reduceer de beleggingsportefeuilles tot een overzichtelijk aantal, en toon betrokkenheid bij degene die in de portefeuille zijn. Verantwoording afleggen over de bedrijven waar je in belegt heeft een andere lading dan verantwoording afleggen over de “index”. Beleggingen krijgen weer een naam en toenaam, en het rendement en risico leidt er niet onder.

2. De beloning in de financiële sector is een steen des aanstoot voor de deelnemer. Kosten op zich zijn geen bezwaar voor deelnemers, maar zijn wel belangrijk als de eerlijkheid in gedrang is (cf. Statman, 2011, H14). Vanuit de deelnemers geredeneerd zouden pensioenfondsen, al dan niet georganiseerd, sterker stelling mogen nemen tegen performancefees, en veel kritischer zijn over alternatieve beleggingen als bijvoorbeeld hedgefondsen waar de hoge kosten niet in verhouding staan tot het gerealiseerde rendement, (Lack, 2012).

3. Terug naar Nederland. Nederlandse pensioenfondsen zijn bij uitstek internationale beleggers, en hebben het belang van de eigen beleggingen in Nederland teruggeschroefd (Van Lelyveld, Verschoor en Rubbaniy, 2010). Investeren in Nederland wordt met de mond beleden, maar vindt geen weerslag. Vooral het argument dat het niet strookt met prudent beleggen wordt te berde gebracht. Er is veel onderzoek over hoe internationaal beleggen diversificeert, maar weinig onderzoek naar hoe beleggen in eigen land een pensioenfonds helpt in haar doelstellingen. Er zijn genoeg beleggingsmogelijkheden in de Nederlandse economie, zeker nu banken het laten afweten omdat de aandacht gaat naar kapitaalversterking. Investeren in Nederland betekent economische groei ondersteunen, waarmee winstontwikkelingen en arbeidsgelegenheid van sponsor en deelnemer op peil wordt gehouden. De deelnemer zou dit zeker waarderen.

Gooien we hiermee de fiduciaire verantwoordelijkheid van pensioenfondsbesturen overboord? In het geheel niet. Door de toegenomen correlatie tussen

beleggingen staat het beoogde positieve effect van risicodiversificatie bij meer beleggingen al langere tijd onder druk; dit nuanceert het geldende beleggingsparadigma. Bovendien hebben sommige pensioenfondsen een succesvolle trackrecord met betrekking tot geconcentreerde beleggingen. Tenslotte laat de wetenschappelijk literatuur keer op keer overtuigend zien dat op lange termijn vooral het niveau van de kosten bepalend is voor

het rendement dat ten goede moet komen aan de deelnemers. Voor dit alles moet nog wel onderzocht worden onder welke voorwaarden pensioenfondsen *wel* in Nederland willen beleggen of investeren. Een beleggingsbeleid wat zichtbaar is, en aansluit op wat deelnemers belangrijk vinden, is geen wondermiddel, maar kan wel bijdragen aan het (vasthouden van) vertrouwen. ■

Referenties

- Lack, Simon, *The Hedge Fund Mirage*, 2012, John Wiley & Sons: New Jersey
- Lelyveld, Iman Van, Verschoor, Willem F. C. and Rubbaniy, Ghulame, Home Bias and Dutch Pension Funds' Investment Behaviour (August 20, 2010). 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1662564> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1662564>
- Llewellyn, David. Trust and Confidence in Financial Services: A Strategic Challenge, 2005, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 13(4), pp. 333-346, October
- Merton, Robert, 2005, A Functional Perspective of Financial Intermediation, *Financial Management*, Vol. 24, No. 2, Summer 1995, pages 23-41
- Pensioenkoepels, 2010, Aanbevelingen Beleggingsbeleid. Te downloaden op http://www.pensioenfederatie.nl/Document/Publicaties/Service/documenten/Aanbevelingen_beleggingsbeleid.pdf
- Rutte, Mark, 2002, Toespraak op het jaarcongres Stichting Ondernemingspensioenfondsen, 14 november 2002
- Statman, Meir, 2011, *What Investors Really Want*, McGraw Hill: New York
- Van Dalen, en K. Henkens, 2012, Concurrentie om vertrouwen in de pensioenmarkt. *Economisch Statistische Berichten*, Jaargang 97(4629), 17 februari 2012, p. 102-105