

Uw pensioen: een zeepbel?

Nederlandse pensioenfondsen timmeren aan de weg. The Economist spreekt zelfs over 'Dutch courage' en 'Dutch funds that are showing the way forward'. De pensioenfondsen willen meer gaan beleggen in aandelen. Een aardige bijkomstigheid is dat Nederland groot-aandeelhouders nodig heeft om voor de broodnodige disciplinerende van ondernemingen te zorgen, of juist om als buffer te fungeren tegen op korte-termijn belangen gerichte vijandige overnames; zie de vele discussies over corporate governance. Het toeval wil dat het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds (ABP) zich zelf tot doel stelt om een actieve aandeelhouder te worden. Het geluk lijkt ons toe te lachen. Maar zijn die beleggingen in aandelen wenselijk? En waarom willen de pensioenfondsen dit? Ze zijn zichzelf toch niet aan het rijk rekenen?

Rijk rekenen kunnen ze. Aandelen hebben het zo goed gedaan (in het verleden!) dat de pensioenfondsen niet langer verstoken willen zijn van deze bron van buitengewone rendementen. Zo zou een gespreide belegging in aandelen over de periode 1973-1993 een extra resultaat van wel 6% per jaar hebben opgeleverd. Dit lijkt te mooi om waar te zijn. "What is the catch?" zouden de Amerikanen zeggen. De belangrijke vraag is of het verleden een graadmeter is voor de toekomst.

Waarom zou de toekomst van aandelen er anders uitzien dan het verleden? Het kan tegen zitten. De pessimisten onder ons denken aan een doem-scenario. Dit is uiteraard altijd mogelijk; aandelen zijn risikante beleggingen en we weten nooit hoe dit risico morgen zal uitpakken. Met een doem-scenario moeten we dus rekening houden, maar dit is altijd zo geweest, dus is het geen echt verschil met het verleden.

Toch is er ook een fundamentele reden voor aanzienlijke lagere rendementen op aandelen in de toekomst. In de laatste jaren zien we een aanzienlijke verschuiving van beleggingen in de richting van aandelen. Voor onze industrie is dit een heuglijke ontwikkeling. De toegenomen middelen maken het aantrekken van eigen vermogen goedkoper. Het spiegelbeeld geldt voor beleggers: lagere te verwachten rendementen. De cirkel is rond: het verleden suggereert hoge rendementen op aandelen, beleggers gaan *en masse* richting aandelen, de prijsopdrijving die daardoor ontstaat drukt de rendementen omlaag.

De pensioenfondsen gaan hier nog een schepje bovenop doen door hun beleggingen in aandelen aanzienlijk uit te breiden. Dat stuwt de koersen op. Pensioenfondsen zullen door zelf gecreëerde koersstijgingen overtuigd raken van hun gelijk, en misschien nog eens extra zwaar in aandelen gaan beleggen. Op een gegeven moment zijn de koersen zo hoog, dat er geen voldoende rendement meer is te behalen. Het enthousiasme voor aandelen zal dan verdwijnen. Een ware zeepbel valt te ontwaren aan de horizon. De gevolgen laten zich raden, de zeepbel barst, aandelenkoersen schieten omlaag. De eer-

ste dag schrijft de krant "Beurs stort in", de tweede dag heeft ze al oog voor de slachtoffers, "Pensioenfondsen zwaar getroffen door beurs crash". Op de derde dag drukt de krant ons op de feiten, wij als belastingbetaler zullen moeten bijspringen: "Failliete pensioenfondsen vragen om overheidssteun".

Dit scenario laat zien hoe eenvoudig wij ons kunnen laten meeslepen in het enthousiasme over aandelen. Niet alleen moeten we de buitengewone rendementen in het verleden met een korreltje zout nemen, ook moeten we uitkijken voor zeepbellen. De ervaringen van de Zweedse bankenkunnen hiervoor als goed voorbeeld dienen. Zweedse bankiers zijn zoals die in Nederland: vooral conservatief en altijd op zoek naar voorspelbaarheid. Toch gingen ze een paar jaar geleden gezamenlijk bijna het schip in. In een golf van collectief en schijnbaar zeer aanstekelijk enthousiasme, vertilden ze zich aan onroerend-goedfinanciering. Een activiteit waar ze pas een paar jaar daarvoor toestemming voor hadden gekregen. Juist dit laatste doet me denken aan pensioenfondsen. Het is pas sinds kort dat pensioenfondsen in aandelen en onroerend goed beleggen. Het grootste gevaar is dat men niet weet hoe met deze vrijheid om te gaan. De blinde —onjuiste— aanname dat aandelen superieure rendementen geven doet mij dan ook het ergste vrezen. Terughoudendheid lijkt een eerste devies. Zij zullen moeten uitvinden hoe het hoge risico op aandelen kan worden beheerst, zodat op een verantwoorde wijze kan worden omgegaan met de grotere vrijheid. De grote verliezen op eerdere participaties in onroerend goed zijn een waarschuwing.

Ook de structuur van het Nederlandse pensioensysteem maakt terughoudendheid wenselijk. Hoewel ons pensioensysteem zwaar onder vuur ligt, staat vooralsnog het uit te keren pensioen vast, met hoogstens enige indexatie. Pensioenfondsen moeten dus terdege hun risico's afdekken om ervoor te zorgen dat de beleggingen de verplichtingen dekken. Maar zelfs als het pensioensysteem in de nabije toekomst verandert (zie bijvoorbeeld de vele pensioen- en spaarproducten van verzekeraars waarbij het beleggingsrisico wordt gedragen door de pensioengerechtigden) dan nog is terughoudendheid gewenst. De oudedagsvoorziening mag geen casino worden.

De torenhoge ambities van pensioenfondsen zijn dus misplaatst en prematuur. Het verder uitbouwen van de recent opgebouwde aandelenbelangen in Nederlandse ondernemingen lijkt ongewenst. Op termijn, als expertise op gelijke hoogte is gekomen met ambitie, ligt mogelijk een bescheiden rol als actieve grootaandeelhouder in het verschiet.



A.W.A. Boot*

* Hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten, Universiteit van Amsterdam.