

Metten is nog geen weten

Ondernemingsrecht 2024/35

Column

De drang om te weten door te meten manifesteert zich sinds mensenheugenis in onze samenleving. Zo is het meten van voorkeuren van economische subjecten een geliefd onderzoeksthema in meerdere wetenschappelijke disciplines. Ook breder in onze maatschappij is er een continu verlangen om te weten welke denkbeelden en ideeën leven bij bijvoorbeeld kiezers en consumenten. Helaas krijgen de resultaten van deze meetpraktijken meer aandacht dan een objectieve evaluatie van de gehanteerde meetmethode. In de wetenschap is feedback op onderzoeksresultaten doorgaans goed georganiseerd, al laten enkele schandalen in het laatste decennium zien dat er hier ook volop ruimte is voor verbetering. De berichtgeving in de media over het ophalen van meningen over maatschappelijke vraagstukken wordt evenmin gekenmerkt door nuance. Zelden wordt lezers en kijkers een analyse van de betrouwbaarheid van onderzoeksresultaten voorgeschoteld. De uitkomsten regeren.

Ook de Nederlandse pensioensector is fervent aan het meten geslagen. Aangejaagd door de recente wetgeving (Wet toekomst pensioenen) en ijverige toezichthouders (DNB en AFM) brengen Nederlandse pensioenfondsen de risicovoorkeuren van hun deelnemers minutieus in kaart. Vervolgens worden deze voorkeuren netjes vertaald naar een beleggingsbeleid per leeftijdscohort. Strakke deadlines maken dat er vooral aandacht is voor de onderzoeksuitkomsten en minder voor de betrouwbaarheid van de meetmethode. De rekenexercities worden daarbij nauwelijks gadeslagen en evenmin begrepen door de meeste pensioendeelnemers. Zij nemen slechts waar dat ze verplicht moeten overstappen naar een nieuwe overeenkomst die via een ingewikkelde transitie zal worden uitgevoerd. Pensioenfondsen hebben daarom hun handen vol aan communicatie naar deelnemers over het gehele transitietraject. De huidige gepolariseerde samenleving maakt deze opdracht er bepaald niet gemakkelijker op. Een daling van het vertrouwen in de pensioensector ligt op de loer.

Netspar-onderzoekers² lieten recent zien dat de methodes om risicovoorkeuren van pensioendeelnemers in kaart te brengen onderhevig zijn aan substantiële meetfouten. Bovendien is er geen bewijs in de wetenschappelijke literatuur dat de gemeten risicovoorkeuren het gedrag bij daadwerkelijke financiële beslissingen kunnen voorspellen (externe validiteit). De onderzoekers raden pensioenfondsen derhalve aan om een combinatie van methodes te gebruiken om een te grote invloed van meetfouten van individuele methoden te voorkomen. Daarnaast wordt dit type onderzoek geteisterd door andere praktische problemen. Denk aan tegenvallende responspercentages, lage financiële geletterdheid van deelnemers die de vragenlijsten invullen en steekproeven die de populatie niet goed weerspiegelen.

In een parallel proces en voorsortierend op mogelijke Europese wetgeving meten Nederlandse pensioenfondsen ook de duurzaamheidsvoorkeuren van hun deelnemers. In het Convenant Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen van de SER³ beloofden de deelnemende pensioenfondsen in 2018 dat ze zouden zorgen voor draagvlak onder hun deelnemers met betrekking tot keuzes over verantwoord beleggen. Het meten van duurzaamheidspreferenties heeft vergelijkbare uitdagingen als het in kaart brengen van risicovoorkeuren. Ook in deze context zijn er verschillende methodes om deze te meten, variërend van vragenlijsten tot focusgroepen en beleggingsspellen. Uit de meeste onderzoeken blijkt dat Nederlandse pensioendeelnemers gemiddeld genomen zeer positief staan ten opzichte van het integreren van duurzaamheid in het beleggingsproces (i.e. verantwoord beleggen). Dat is opmerkelijk omdat pensioendeelnemers in de onderzoeken naar risicovoorkeuren meestal risicomidder zijn dan we op grond van hun leeftijd zouden mogen verwachten. Er is een grote kans dat de resultaten uit het duurzaamheidsonderzoek leiden tot geconcentreerde aandelenportefeuilles met een

1 Prof. dr. R.M.M.J. (Rob) Bauer is hoogleraar Institutionele beleggers aan de Maastricht University School of Business and Economics.

2 A. Riedl, H. Schmeets, J. Linde, P. Bokern & P. Werner, *Een overzicht van methodes om risico's te meten*, Netspar Industry Paper 58, 2021.

3 Sociaal-Economische Raad (SER), 'Convenant Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen Pensioenfondsen', 2018.

aanzienlijk hoger risico. Dit kan op gespannen voet staan met de opgehaalde risicovoorkeuren van diezelfde deelnemers.

Hoe zouden pensioenbesturen moeten omgaan met de onzekerheden over onderzoeksmethodes? Het begint bij transparante communicatie over de doelstelling van de onderzoeken en een genuanceerde terugkoppeling van de resultaten en de besluitvorming. Pensioenfondsen zijn immers in de kern een sociaal construct. Ze hoeven niet te vrezen voor het onnodig informeren van concurrenten. Daarnaast is het van belang dat wordt voorkomen dat de voorkeuren van individuele bestuurders of het bestuur als geheel de onderzoeksvragen of -interpretaties beïnvloeden. Eerder onderzoek⁴ laat zien dat pensioenfondsen met gemiddeld genomen oudere bestuurders minder risico nemen dan fondsen met jongere bestuurders. Het spreekt voor zich dat de risicovoorkeuren van de deelnemers – niet die van bestuurders – zouden moeten bepalen hoeveel risico wordt genomen in het beleggingsbeleid. Dezelfde fout zou gemaakt kunnen worden bij het bepalen van de mate waarin duurzaamheid wordt verwerkt in het beleggingsbeleid.

Het betrekken van deelnemers bij de strategische keuzes van een pensioenfonds is een must. Het zorgt voor een groter draagvlak onder direct belanghebbenden en het past bij de context van verplichte pensioendeelname. Het is wel de vraag bij welke beslissingen deelnemers effectief betrokken kunnen worden. Lage financiële geletterdheid en een gebrek aan kennis over duurzaamheid maken dat pensioenfondsen flink moeten investeren in het informeren van hun deelnemers. Ook is het belangrijk om de hiermee gepaard gaande afwegingen en dilemma's niet uit de weg te gaan.⁵ Deelnemers hebben wellicht een andere mening over de integratie van duurzaamheid in de beleggingen als goed wordt uitgelegd dat minder spreiding in de beleggingen mogelijk tot meer risico leidt.

Het is bovendien raadzaam om de deelnemersonderzoeken regelmatig te herhalen. Zijn de opgehaalde voorkeuren stabiel of veranderen ze onder invloed van een gewijzigde institutionele of economische omgeving? De wetenschap geeft geen eenduidig antwoord op de vraag of risicovoorkeuren van individuen en populaties veranderen. Hetzelfde geldt voor duurzaamheidsvoorkeuren. Deze noot kan alleen worden gekraakt als meerdere wetenschappelijke disciplines (o.a. financiering, gedragseconomie, micro-economie, psychologie en recht) de krachten bundelen en als pensioenfondsen openstaan voor het inzetten van nieuwe methoden (bijvoorbeeld een burgerberaad) om de voorkeuren van hun deelnemers op te halen. Onderzoeken in het veld waarin consumenten van financiële producten en diensten beslissingen nemen met financiële consequenties, zijn onontbeerlijk voor verdere verdieping.

Ten slotte kan het geen kwaad om regelmatig van een afstand te kijken naar ons Nederlandse stelsel. Een delegatie van buitenlandse pensioenexperts verdiepte zich in 2017 in ons "Nationaal Pensioendebat". Tijdens een gezamenlijke conferentie van Netspar en het International Centre for Pension Management (ICPM, Toronto) introduceerden Nederlandse vertegenwoordigers van de wetenschap en de pensioensector de contouren van het nieuwe stelsel. De kernvraag die de delegatie van externe experts vervolgens opwierp was welk probleem feitelijk werd opgelost met de beoogde transitie. Het antwoord werd door de gasten met enige verbazing ontvangen: "het vertrouwen in de sector". De experts waren zeer sceptisch over de haalbaarheid van de voorgestelde stelselwijziging. De uitlegbaarheid aan deelnemers werd genoemd als een groot zorgpunt.

Als de Nederlandse pensioenfondsen de feedback van de buitenlandse experts willen logenstraffen zal de sector zich kwetsbaar moeten opstellen. Dat vereist naast openheid en eerlijke communicatie ook verdere innovatie in het effectief betrekken van deelnemers in het besluitvormingsproces. Dat laat onverlet dat pensioenfondsbesturen de wettelijke bevoegdheid en verantwoordelijkheid hebben om moeilijke strategische keuzes te maken. Een continue en brede dialoog met deelnemers zal dit proces naar verwachting aanzienlijk vlotter laten verlopen. Mochten de buitenlandse experts alsnog gelijk krijgen, dan lijkt een volledig individueel gericht en commercieel pensioenlandschap onafwendbaar. Gebrek aan schaalgrootte, suboptimale keuzes door consumenten en belangenconflicten zullen het pensioenvermogen afromen. Daar is uiteindelijk geen enkele deelnemer bij gebaat. Werk aan de winkel.

4 R. Bauer, R. Bogman, M. Bonetti & D. Broeders, 'Your trustee's age matters!', *VBA Journaal* 143, 2020.

5 R. Bauer, 'The future of responsible investing', *VBA Journaal* 150, 2022.