

## 'Wat DNB heeft verwoest is niet om te lachen'



Door [Eduard Bomhoff](#) - 22 september 2021

Geplaatst in [DNB](#) - [Pensioenen](#)

In 2004 besloot de Tweede Kamer met algemene stemmen om het toezicht op de pensioenfondsen onder te brengen bij De Nederlandsche Bank (DNB). Enige argument: efficiency door te sparen op de kosten van het toezicht. De Kamerleden wisten toen niet dat DNB ook de stijl van het toezicht grondig zou veranderen, en niet in een goede richting. President Wellink gaf de leiding in handen van een team juristen. En nu, zeventien jaar verder, weten we waar dat toe heeft geleid.

Het is prima dat DNB nagaat of aspirant-bestuurders van pensioenfondsen van goed gedrag zijn en altijd hun belasting hebben betaald. Maar DNB gaat ook nog psychologisch amateurs en wil weten: 'Kunt u een recente situatie schetsen waarin u kritisch en vasthoudend was?' En: 'Wat zijn uw valkuilen?'

Deze pretenties bij toezicht op personen kunnen we met een glimlach afdoen, maar wat de juristen bij DNB hebben verwoest bij het toezicht op de beleggingen is niet om te lachen - vraag het de gepensioneerden bij ABP en al die andere fondsen die volgend jaar 20 procent achterstand op de geldontwaarding hebben opgelopen.

## De rekenmodellen

In het kielzog van alle andere economen die in economenblad ESB, op 'Me Judice' en met een grote petitie hebben geprotesteerd tegen het verlagen en bevriezen van de pensioenen, heb ik eens grondig

## 'Wat DNB heeft verwoest is niet om te lachen'

gekeken naar de rekenmodellen waar de juristen zich op baseren. Mijn vier artikelen hierover op Wynia's Week leidden tot nuttige correspondentie met de rekenaars.

Prof Werker (Tilburg) heeft in opdracht van DNB het rekenmodel ontwikkeld voor de rente en de aandelenkoersen waarmee de pensioenfondsen nu iedere drie maanden een risicoanalyse moeten doen met scenario's voor zestig jaar. In correspondentie hebben CPB (dat een eerdere versie maakte) en Werker nu toegegeven wat ontbreekt in hun scenario's waardoor ze veel te omineus uitvallen voor de beleggingen in aandelen.

In werkelijkheid is de aandelenbeurs nog nooit in de geschiedenis gedaald over zo'n periode van zestig jaar (behalve wanneer een Lenin of Khomeini met geweld de economie en de beurs overnemen). In veel scenario's van het CPB en van Werker is de beurs echter na zestig jaar in de toekomst lager dan vandaag.

## Wereldvreemde scenario's

Zulke idiote scenario's zijn mogelijk omdat in het model elke koppeling van de beurs aan de echte economie ontbreekt. Nobelprijswinnaars Robert Shiller en Eugene Fama, en ook super-belegger Warren Buffett hebben laten zien dat de waardering van aandelen niet los kan staan van dividenden, winsten en van economische groei. Voor hun rekenkundig gemak hebben CPB en Werker die drie koppelingen weggelaten en dus kunnen hun aandelenkoersen als een echte 'random walk' onbegrensd stijgen of dalen.

Het statistisch modelleren van de drie ankers voor de beurs op lange termijn is moeilijk, maar onmisbaar voor een serieuze analyse. Prof John Cochrane, oud-president van de American Finance Association, schrijft daar mooi over: 'Aandelen zijn betrekkelijk veilig voor lange-termijn beleggers'. En: 'Toepassen van Mertons beleggingstheorie heeft schipbreuk geleden... de laatste vijftig jaar hebben enorme vooruitgang laten zien in het beleggen, zowel in de theorie als in de statistische analyse. Om dan nu alles in een rekenmodel te gooien en het te laten oplossen met de formule van Merton is *obviously a bad idea.*'

## Het is nog niet te laat

De foute scenario's zijn van de laatste jaren. Daarvoor heeft DNB de pensioenfondsen in een wurggreep gehouden door een extreem lage rekenrente verplicht op te leggen. Ter verdediging slechts één internationaal artikel. Maar wie dat leest ziet dat het handelt over mogelijke faillissementen van pensioenfondsen in Californië en of de pensioengerechtigden bij zo'n faillissement vóór of na andere crediteuren in de rij staan. Focus is op de passiva op de balans in een juridisch regime waar pensioenfondsen óf alles uitbetalen wat ze hebben beloofd, óf failliet gaan.

De juristen van DNB willen ons meer flexibel systeem vervangen door een veel slechter stelsel waarin absolute zekerheid wordt gekocht met heel veel lagere pensioenen. Hun ondeskundige maar tegelijk arrogante attitude - wij zijn onafhankelijk dus we staan boven elke discussie - heeft al veel schade

## **'Wat DNB heeft verwoest is niet om te lachen'**

aangericht. Na zestien jaar ervaring met de juristen van DNB weten we dat de fusie van 2004 niet goed heeft gewerkt. Het is niet te laat om daarop terug te komen.

**Prof Eduard Bomhoff** schreef een serie over het Nederlandse **pensioenbeleid** voor Wynia's Week. U vindt die artikelen [HIER](#). Voor de lezers van De Telegraaf schreef Bomhoff een samenvatting van die artikelen (zie onder). Bovenstaand artikel komt goeddeels overeen met die samenvatting.

## 'Wat DNB heeft verwoest is niet om te lachen'

09:19 31 >> • 5G 96%

digitalekrant.telegraaf.nl/sta



### De Telegraaf



DE TELEGRAAF  
DINSDAG 16 SEPTEMBER 2020

## DE KWESTIE



OPINIE **Eduard Bomhoff, hoogleraar economie**

# 'Wat DNB heeft verwoest is niet om te lachen'

In 2004 besloot de Tweede Kamer om te kiezen op de pensioenfondsen bij De Nederlandsche Bank (DNB) onder leiding van de toenmalige minister van Financiën, Pieter Dinkhof. De Kamerleden wisten toen niet dat DNB ook de tijd van het laatste financiële systeem, en niet in een goede richting. President Nout Wouda gaf de leiding in handen van een team juristen en nu, zeventien jaar verder, weten we waar dat het heeft geleid.

Prima dat DNB nu gaat op agrarisch-behouders van pensioenfondsen van goed geldig zijn en al bij het begin hebben behaald. Maar DNB gaat ook nog psychologisch aanpakken en wil weten: Kant is een recente situatie schakelen waarin is kritiek en voorhoudend? En 'Wat zijn nu valkuilen?'

Deze pretenties bij toezicht op personen kunnen we niet even gemakkelijk afmaken, maar wat de juristen bij DNB hebben verwoest bij het toezicht op de beleggingen, is niet om te lachen. Het is de geschiedenis van het bij ARP en de andere fondsen die volgens jaar op procent achterstand op de geldwaardeering hebben opgelopen.

In het kielzog van alle andere economische die hebben geïnvesteerd tegen het verlagen en bevestigen van de pensioenen, heb ik eens

**Hoogleraar economie en oud-minister Eduard Bomhoff stelt dat er fouten zijn gemaakt in de modellen van De Nederlandsche Bank en het Centraal Planbureau voor het pensioenbeleid. 'Daardoor is veel schade aangericht. Het is niet te laat om daarop terug te komen.'**

genuchteren naar de rekenmodellen waar de juristen zich op haasten. Prof. Werker (Tilburg) heeft in opdracht van DNB het rekenmodel ontwikkeld voor de eerste en de tweede, koersen waarmee de pensioenvaarders nu iedere drie maanden een risicoanalyse moeten doen met scenario's voor de toekomst. In een scenario's hebben het Centraal Planbureau (CPB), dat een andere versie maakte en Werker nu toegestaan wat onbetrouwbaar in hun scenario's, waardoor ze veel te onnauwkeurig in aandelen.

**Scenario's**  
In verloop van de aandelenbelegging van de pensioenvaarders is er een scenario's gemaakt voor 'n' periode van negen maanden waarin een scenario's van een extreem laag rendement van de beurs overgenomen. In veel scenario's van het CPB en van Werker is de beurs echter nu negen jaar in de toekomst lager dan vandaag. Zulke ideale

scenario's zijn mogelijk omdat elke bepaling van de beurs van de echte economie onbetrouwbaar. Nabeleggers Robert Sijder en Eugene Fama, en ook nog belegger Niemen Belfort, hebben laten zien dat de waardering van aandelen niet kan staan van dividenden, winsten en economische groei. Voor hun rekenmodel gebruikte DNB het CPB en Werker die drie langdurige vergelijkingen en dus kunnen hun aandeleninkomen onbetrouwbaar zijn.

De laatste scenario's zijn van de laatste jaren, daarvoor heeft DNB de pensioenvaarders in een scenario's gebouwd door een extreem laag rendement van de beurs overgenomen. In veel scenario's van het CPB en van Werker is de beurs echter nu negen jaar in de toekomst lager dan vandaag. Zulke ideale

handelt over mogelijke falen van de pensioenvaarders in California, en of de pensioengerechtigden bij de falen van de pensioenvaarders in de vijf steden. Focus is op de post-stra op de balans in een juridisch regime naar gerechtigden of allen afbetaalden wat ze hebben behaald, of het bij gaat.

**Veel schade**  
De juristen van DNB weten nu meer. Het is niet om te lachen. Het is de schade aangericht, na een verleden jaar verandering met de pensioenen van DNB weten we dat de falen van 2004, met goed heeft gewerkt. Het is niet te laat om daarop terug te komen.

**Prof. Eduard Bomhoff is hoogleraar economie en de-rector van de Universiteit van Tilburg. Hij was onder andere minister van Volksgezondheid en commissaris bij het pensioenbeleid van DSM.**



DE KWESTIE T19



door **Olaf van Joolen**

### IN HET VIZIER

#### Veilig praten

In een brief aan de Tweede Kamer moest minister Blijveld (Defensie) vorige week vertellen dat honderden goudkleurige ingevroren vliegtuigen niet op vliegt omdat ze te lang blijven in de vries. Verwachting is dat er niet bij mij, Athina niet meer. Ik houde het verhoort al maanden terug, onder heel acute omstandigheden.

Het gezin is het moeilijkst al wat langer van geschieden, maar het was een brein kunnen de defensieorganisatie die nu echt op het spoor zette. Of eigenlijk een vliegtuigen. Toen hij met de handrijke schiet van wat er rond de aanslag van vele honderden trucks en jeeps speelt, kon ik het ook eerst niet geloven. Het eerste bewijs was dat het echt was dat een kragt macht trucks heeft bevestigd die nu hoog zijn, dat er geen normale contacten op kunnen omdat ze dan te lang worden voor ongeschonden passagen van vliegtuigen en vliegtuigen. Alleen in combinatie met veel minder gangbare ingevroren vliegtuigen zou dat nog kunnen. Maar afgelopen week bleek ook dat voorstelling niet te kloppen, maar dat weten we toen de naam onder zijn aandacht werd geboden nog niet.

Mijn leven wilde wat een lijstje leggen, maar zijn vliegtuigen en in grote bij historie zullen. We spreken elkaar digitaal en daarnaast bleef hij toe met te ontmoeten. Normaal spreek je als verslaggever in zo'n geval of in een herovername, een beetje drukke wanneer je te maken krijgt met mensen die je niet kent om veilig te zijn, mocht het minder geweldig

#### Waar spreekt je of voor gevoelige informatie?

worden. En tegelijkertijd een zaak waar je daarom kunt praten om de kans te verdienen dat de brein met jou wordt geprikt door zijn vliegtuigen. Zo'n ontdekking in toegewezen gebied is niet erg anderszins voor sommige hoogleraar.

Geen betoel en wegstuur naar zijn bij uitdrukking voor dit soort afgeken. Alleen legde dit onderzoek te openen hartje overtuigd toen alle berekeningen dicht was. Wat dan?

Omdat het echt een gepreze onderzoek was, wilde de brein geen wachende vrouw verhoort bij zonder te klagen maar een verduidelijking van een in alle rijk in de wachende te laten praten. We hadden alleen even buiten de hand gerechtigde nieuwsgierige kwepend kwam aandagen en mijn geproductieve domein opengehoort vond dat zo een spreng op de bank waagde en haar hoofd op schiet van de chere defensieorganisatie lagte. Dit gesprek ging verder met een trevelde cherepale hand in een vliegtuigen. De wachende van de pers, maar dan anders. Mijn brein bleef gelukkig gek op handen te zijn en aan de vieruort van het einde van het gesprek nog eens uitgeleerd over haar kop.

Dagje erin prijkte het minen (kennelingsen ingevroren vliegtuigen) in de vliegtuigen op de voorgespanne.