

'Links zit een hele dikke staart'

'De kansverdeling is niet mooi symmetrisch, die kromme heeft een dikke negatieve staart en daar maak ik mij zorgen over, dan kijk ik 's-avonds laat nog wel even naar CNN', aldus Jean Frijns. Hetgeen illustreert dat, voor deze tot grootbelegger geworden wetenschapper, de woorden financiële tycoon beslist misplaatst zouden zijn. De investment bankers fascineren hem wel, en inspireren hem om een organisatie in het veld te brengen die de strijd aan kan.

Uw voornaam, meneer Frijns, doet vermoeden dat u Limburger bent?

Sterker nog, dat ik op de een of andere manier gekoppeld ben aan Maastricht. Mijn ouders komen daar vandaan en wonen er ook. Mijn vader is begonnen als onderwijzer, is naderhand Nivra-accountant geworden, heeft bij de Oranje Nassau-mijnen gewerkt en is geëindigd als lid van de Raad van Bestuur van DAF N.V. Nederland.

U heeft econometrie gestudeerd in Tilburg. Ook nog economievakken gedaan?

In de tijd dat wij studeerden was econometrie een extra studie, bovenop de economiestudie.

In die tijd gold de Katholieke Hogeschool Tilburg als een hele rooie instelling. De eerste bezetting was ook daar, nog vóór het Maagdenhuis. Heeft u meegegaan?

Ja, ook. Het was interessant, het was uitdagend.

Heeft u daar nog slechts plezierige, nostalgische, gevoelens van over, of heeft u er ook nog idealen aan overgehouden?

Ik zie dat de wereld enorm veranderd is. Als ik met mijn kinderen praat en zie hoe zij naar de wereld kijken en hoe wij naar de wereld keken, dan is dat heel anders. Ik denk ook dat de wereld waarin wij nu zitten, vele malen harder is geworden dan hij leek in de jaren '60.

Minder maakbaar ook?

Uitdrukkelijk minder maakbaar. Maar ik denk dat de grootste verandering is dat we toen dachten dat het rijke Westen zijn eigen waarden kon bepalen en de anderen op sleeptouw kon nemen. Ik denk dat we nu zien dat we deel zijn van een hele grote wereld die volstrekt open is, en waarin een aantal toch gekoesterde waarden die we hebben van 'verzorgingsstaat' en 'gelijkheid', toch wat teruggedrongen worden door de wat hardere, open economie waarin we zitten.

Is het een economische kwestie of de weerbarstigheid van de maatschappij?

Nee, ik ben econoom, ik zie het heel sterk als een economische kwestie. In de jaren '60 dachten we dat we

progressief waren door aan ontwikkelingshulp te doen, en voor de rest konden we dat allemaal nog combineren met protectionisme voor onze eigen schoenindustrie, textielindustrie etc. Nu zien we dat de wereld er een is vol van interdependenties. Kijk bijvoorbeeld maar naar het migratievraagstuk.

We zijn vorig jaar september, het mondiale financiële stelsel hing net te bungelen aan een zijden draadje, bij de heer Buiter van de Bank of England geweest, en die zei toen: het is van groot eigenbelang als je economieën van Zuidoost Azië helpt, want daar moeten zij straks hard werken als wij rentenieren. Mijn vraag was namelijk: kun je nu kapitaal opzij zetten voor later?

Daar ben ik het nou volstrekt mee eens. Dat is absoluut waar. Uiteindelijk moet een goede pensioenvoorziening worden opgebracht door de generatie die dan werkt. Het grote probleem is of er voldoende productieve toepassingen zijn voor kapitaal, en dan zit je meteen op het punt dat we inderdaad als vergrijzende natie alle baat hebben bij de Derde Wereld en het herstel van Azië, het herstel van Zuid-Amerika, dat is een absolute voorwaarde voor pensioenfonds. Mensen denken dat ze met zijn allen meer kunnen sparen en meer in aandelen kunnen beleggen, en dan zie je de aandelenkoersen stijgen, absoluut. Maar dat wil niet zeggen dat daardoor de totale winst enorm groeit. Dat betekent niets anders dan dat de consumptieve claim op de winst per gulden geïnvesteerd in aandelen, kleiner is geworden. De hoeveelheid geld die je dus opzij moet leggen voor later, neemt toe.

In Italië is wel een hoge spaarquote, maar geen kapitaal-dekkingsstelsel, in Frankrijk ook niet. Ten opzichte van Frankrijk zal bij ons de kapitaalgoederenvoorraad niet veel afwijken. Is er eigenlijk wel een vergrijzingsbom in Latijns Europa? En werkt die ten nadele van ons? En is een beetje inflatie misschien wel lekker voor een pensioenfonds?

Laat ik het probleem herdefiniëren. De vergrijzing in Europa kan maar ten dele worden opgevangen door inkomensclaims van ons op het inkomen dat in de Derde Wereld wordt gegenereerd, om de doodeenvoudige reden dat we daar niet zo verschrikkelijk veel kapitaal in hebben geïnvesteerd; Nederland en Engeland wel, de andere Westeuropese landen veel minder. Dat betekent dat de vergrijzing moet worden betaald uit een herverdeling van inkomens binnen Europa. Dat leidt altijd tot een druk op de loonvor-

ming. Dan ontstaat er een inflatiescenario, en ben je als pensioenfonds relatief kwetsbaar. Want ons grootste risico is inflatierisico. En dan betaal je dus indirect mee aan de slechte pensioenvoorzieningen in de wereld.

Dat zal een jaar geleden de achterliggende redenering van De Beus van PGGM zijn geweest. Maar de rekenrente van 4% is jarenlang adequaat geweest. Nu daalt de inflatie en meteen de pensioenfondsen in paniek.

Nee, het vervelende is dat het geheugen vaak korter is dan de pensioenbeleggingen. De opkomende inflatie in de jaren zeventig heeft de reële rente in heel Europa en de VS enorm onder druk gezet. In de jaren tachtig hebben we een periode gehad van bijna negatieve reële rente. Vervolgens hebben de rentes zich aangepast aan het hoge inflatieniveau en heb je lange perioden met hele hoge reële rentes gehad. Dat was van eind jaren tachtig tot midden jaren negentig. Nu zie je dat die reële rente weer naar een heel laag niveau gaat. De kwetsbaarheid is natuurlijk evident als we bij een nominale rente van 4,5% weer terechtkomen in een nieuwe inflatiegolf van 3 à 4%. Die nominale rente gaat niet zo heel snel omhoog, die reageert traag en je hebt bovendien nog voor jarenlang de obligaties met een lage nominale rente in de portefeuille.

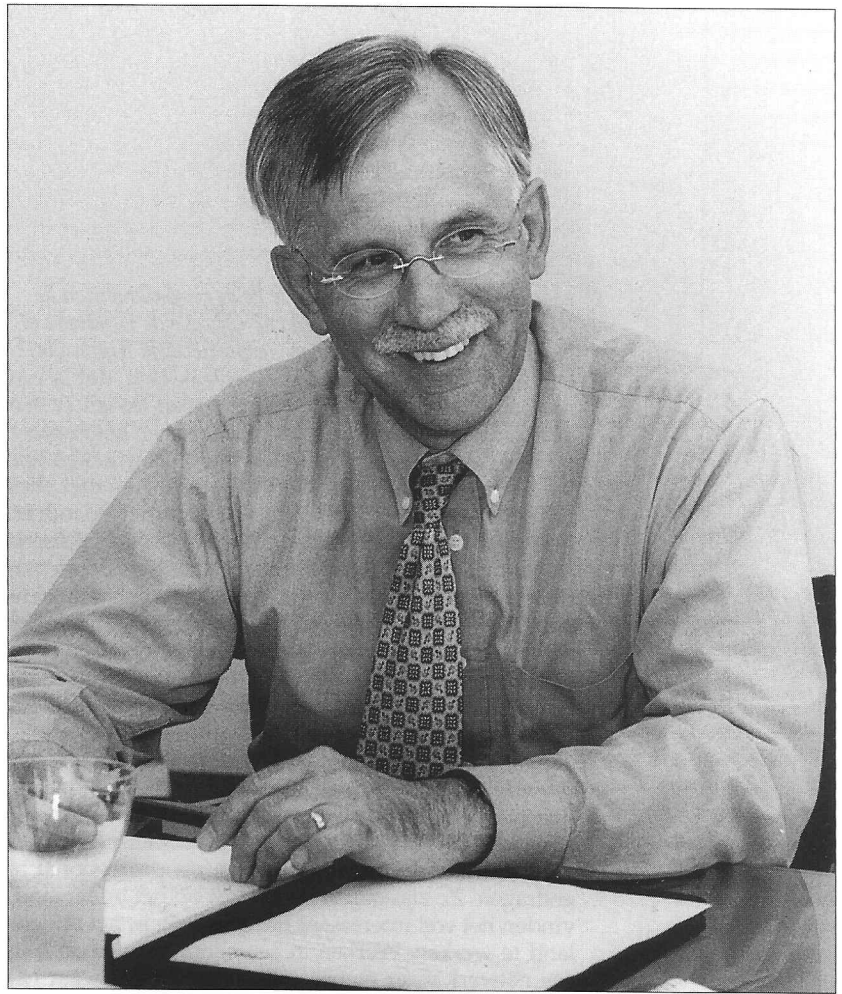
'Vergrijzing moet worden betaald uit een herverdeling van inkomens binnen Europa'

Die vertraging zal veel minder groot zijn dan de vorige keer.

De reactiesnelheid zal nu groter zijn dan de vorige keer, daarin heeft u gelijk. U vroeg mij of pensioenfondsen in problemen komen: vijf of zes jaar achter een negatieve of zeer lage reële rente en de vermogensoverschotten die er nu zijn, zijn als sneeuw voor de zon verdwenen.

Maar ik zie dat in 1998 de beleggingsopbrengsten van ABP een luxueuze NLG 20 miljard bedroegen, en de premieontvangsten NLG 6 miljard. Tien jaar geleden was die verhouding nog 1:1.

Exact, en daarom zijn wij nu veel kwetsbaarder dan tien jaar geleden. Ons vermogen van NLG 300 miljard is een factor 6 of 7 keer groter dan de relevante loonsom, de pensioengrondslag, waar mensen premie over betalen. Dat was twintig jaar geleden misschien een factor 2 groter. Als je een procent tegenvaller hebt in je verplichtingen, de verplichtingen stijgen 1% meer dan je dacht, dan moet je daarna om dat te herstellen de premie met 6% verhogen. Wat betekent dat? Dat je tegenvallers aan je beleggingskant of aan je verplichtingenkant via de inflatie niet of nauwelijks kunt opvangen via premies.



Heb ik het goed gezien dat de premie bij ABP van 13,2% ongeveer twee keer zo hoog is als bij de PGGM?

Er zijn twee grote verschillen tussen de pensioenfondsen PGGM en ABP. Het eerste verschil is dat PGGM een veel hogere dekkingsgraad heeft dan wij, omdat PGGM niet zoals wij door de Staat om politieke redenen via allerlei premiekortingen wordt afgeroomd. Daardoor heeft ABP een relatief lage dekkingsgraad, PGGM heeft een veel hogere dekkingsgraad. Gelijktijdig vond de politiek het ook nodig om haar gecombineerde wijsheid over hoe je moet beleggen, bij wet aan ons op te leggen. Tot 1996 werd het per wet opgelegd. En achteraf is dat heel slecht geweest. PGGM, die niet gebukt ging onder deze gecombineerde politieke wijsheid en verstandiger beleid kon voeren, had veel eerder een hoger percentage aandelen in haar beleggingsportefeuille en heeft daar alle vruchten van geplukt. Daarom staat PGGM er financieel veel beter voor dan wij.

Daarom bent u aan het proberen die achterstand in beleggersdynamiek ten opzichte van PGGM in een razend tempo in te lopen?

We hebben hele ambitieuze doelstellingen met de beleggingsorganisatie, zeker. Ik denk dat als je van de omvang bent van ABP, dat je dan in staat moet zijn en ook in staat blijkt te zijn een zeer professionele organisatie op te zetten. Ons doel is tot de meest vooraanstaande beleggers van Europa te horen.

Is dat niet een geforceerde groei?

Het is in elk geval een groei die behoorlijke inspanning kost. Het is geen groei die je kunt bereiken door alleen maar van binnenuit te groeien.

Curriculum vitae

Jean Frijns (14 augustus 1947) studeerde Algemene Econometrie aan de Katholieke Universiteit Brabant. In 1979 promoveerde hij aan dezelfde universiteit, waarna hij van 1980 tot 1988 verbonden was aan het Centraal Planbureau, laatstelijk als onderdirecteur. Momenteel is hij lid van de directieraad en directeur Vermogensbeheer van Stichting Pensioenfonds ABP. Sinds 1995 is hij tevens als bijzonder hoogleraar Beleggingsleer verbonden aan de Vrije Universiteit Amsterdam.

Moet je voor die risicodragende beleggingselementen de Randstedelijke ambiance hebben? Of zelfs de Londense of New Yorkse, maar niet Maas- respectievelijk Rijnlandse? De financiële werelden zijn Angelsaksisch, dat is een realiteit. Wij zijn in '88 begonnen, toen kwam er een verruiming van de wet, toen mocht er een beetje meer op beleggingsgebied. In 1988 hebben we gekeken hoe we het wilden, met het idee van we moeten niet alles zelf gaan doen. We zijn allengs meer onder de indruk gekomen van de verschillen tussen de Angelsaksische aanpak van beleggen en überhaupt het benaderen van financiële markten, en de wat meer continentale aanpak. Het was onze overtuiging dat de Angelsaksische aanpak de meestbelovende was en het ook zou winnen. Dus we hebben ons vanaf het begin gefocust op met name de Amerikaanse wereld. Inmiddels zie je dat Nederland binnen Europa een van de voorlopers is, eigenlijk is Nederland een Angelsaksisch opererende financiële markt. Met alle kenmerken die erbij horen, dus het beloningssysteem wordt steeds meer Angelsaksisch, de arbeidsmarkt wordt mobieler, mensen hebben meer de neiging om zich als professional te gedragen. Ze zijn ook sterk gericht op het buitenland, vinden het wel interessant om een tijdje in het buitenland te werken. Werken in een soort city-verband, in een netwerk waar mensen elkaar zien, maar waar het ook mogelijk is gemakkelijk van de ene baan in de andere over te gaan. Als wij zo uitdrukkelijk kiezen voor het Angelsaksische model, dan kun je beter proberen om in zo'n Angelsaksische omgeving te werken.

'Eigenlijk is Nederland een Angelsaksisch opererende financiële markt'

U heeft hier op WTC-Schiphol zo'n 50 mensen. Hoeveel Angelsaksisch georiënteerden zult u in 2001 hebben?

Dat vind ik een hele moeilijke vraag. Ik kan die vraag niet beantwoorden zonder ook iets over onze acquisitie van de NIB te vertellen. Wat is onze ambitie als ABP? Beleggen, vermogensbeheer, hoe je het wilt noemen, is onze core business, daar willen wij heel erg goed in zijn, want het rendement van een pensioenfonds is een van de meest bepalende factoren voor succes en de betaalbaarheid van de pensioenen. Dat willen we heel goed kunnen. Vervolgens is de vraag die je moet stellen: ben je groot en professioneel genoeg om dat te kunnen, en niet alleen op de lokale markt, maar ook op de wereldmarkt. Het antwoord is dat wij denken dat wij de grootte hebben en ook de resources kunnen aanwenden om dat in hoge mate inderdaad zelf te kunnen. Er zijn echter ook gebieden waarop je moet zeggen: nee, tenzij we kunnen 'poolen' met anderen. Dan uw vraag van hoe groot ik moet zijn, ik denk dat je voor het beleggen in aandelen, in liquide aandelenmarkten, met 50 man kunt volstaan. In liquide vastrentende markten wereldwijd met misschien 30 man.

Ik vroeg naar mensen met een Angelsaksische attitude. Die NLG 175 miljard vastrentend, die is altijd keurig vanuit Heerlen belegd, dat is geen probleem.

Dat is de vraag, want de traditionele onderhandse markt bestaat niet meer in Nederland. Dus als je nu in vastrentende markten belegt, dan beleg je in overheidspapier, triple-A, én je belegt in mortgage-backed assets, én je bent actief je duration-risico aan het managen met renteswaps, en als je het een beetje sophisticated doet, dan ben je ook je convexiteit aan het managen, je maakt allerlei scenario's over rente. Het is toch wel iets gecompliceerder geworden dan vroeger toen wij onderhandse leningen deden. De wereld is toch wel een stuk ingewikkelder: meer producten, meer samenhangen, renterisico veel explicieter in kaart. Dus dan zeg ik: een man of 20, 30 voor puur het liquide renteproduct. Maar er is ook werk bijgekomen dat veel arbeidsintensiever is, waarvan we zeggen dat we dat bij voorkeur zouden moeten 'poolen' met anderen, en daar zit ook die acquisitie van de NIB in. Dat zijn de meer complexe markten, private equity, structured finance-producten, kredietproducten. Hoeveel mensen je daarvoor nodig hebt, is moeilijk te zeggen. Globaal denk ik ongeveer 100 man. Maar het kunnen er best 200 worden. Het hangt er van af hoeveel je zelf wilt doen. Als je Azië zelf zou willen doen, kost dat toch gauw weer 40, 50 man.

Waarom heeft u daar voor de helft de PGGM voor nodig?

We hebben het niet nodig om die acquisitie te doen, maar in mijn visie van de financiële markt zie ik een wereldmarkt waarbij gekeken wordt naar de positie die je hebt, en die hangt af van de grootte en de omvang en de slagkracht. En dan maakt het uit of je een kleine of een grote speler bent, of je kracht kunt ontwikkelen. Vanuit dat idee hebben we gezegd: zowel voor de private equity als voor de structured finance als voor de kredietmarkt Europa - een van de meest interessante dingen die staan te gebeuren met de kredietmarkten in Europa: blijft dat een bancaire markt of wordt dat een kapitaalmarkt? - willen wij een belangrijke speler zijn, en dan is het een voordeel als wij dat samen met anderen kunnen doen.

Waarom zegt u op persconferenties steeds weer dat de NIB 'slechts een belegging' is?

Het is voor ons een strategisch vehikel op het pad van onze beleggingsstrategie, dus wij kunnen daarmee vorm geven aan onze beleggingsstrategie. Maar we moeten het ook kunnen verantwoorden als een goede belegging.

Wat is het gemeenschappelijke belang, naast dat er zich een markt opent waar te zijner tijd vruchten van kunnen worden geplukt?

Dat is natuurlijk wel ons grootste belang. Jonkhart heeft ook een bepaalde strategie met de NIB, hij wil in de Europese markten een rol kunnen spelen. Het is niet meer de kleine gesloten Nederlandse markt waar een bank een kredietverlener is. En ze hebben met die securitisatiepoot de stap naar financiering



via de kapitaalmarkt gezet. Wil je dat in Europees verband doen, dan moet je groter en sterker zijn en inderdaad heeft het voordeel als men ziet dat er een grote financiële partij achter staat. Dat draagt bij aan de status die je in die markten hebt.

Bent u van plan zich met het beleid en de business van de NIB te gaan bemoeien?

We hebben voor het armlengtemodel gekozen. Dat betekent dat het pensioenfonds het pensioenfonds is, de NIB een commerciële onderneming die is ingebracht in de holding. De holding is de commerciële onderneming waarmee wij als ABP en PGGM van doen hebben. Wij zijn natuurlijk wel aandeelhouder en zullen ons bemoeien met de strategie van de holding. Maar wij zullen ons niet bemoeien met bedrijfsvoering, dat is de taak van de directie van de holding of bank. Om de zaken goed te laten werken zal er tussen de holding en de werkmaatschappijen en tussen de holding en de pensioenfondsen een volstrekt commerciële, zakelijke verhouding zijn. Er is geen sprake van gedwongen winkelnering, iedereen moet voor zijn eigen afweging zorgen. Dat wil niet zeggen dat je nooit zaken met elkaar kunt doen, maar er is geen enkele verplichting tot zaken doen, en er is ook geen voorkeursbehandeling. Het werkt alleen als iedereen volstrekt de ruimte heeft om met anderen zaken te doen. Grote vermogensbeheerders zijn bijna allemaal onderdeel van een groot financieel concern, of dat nu ABN Amro assetmanagement is of iets anders, ze doen allemaal maar zeer beperkt zaken met hun eigen moeder, en in veel grotere mate met anderen. En zo hoort het ook.

Wetenschappelijk ambtenaar in Tilburg, politiek adviseur in Den Haag ...

Zeker geen politiek adviseur. Economisch onderzoeker meer. Wat het belangrijkste was dat speelde in

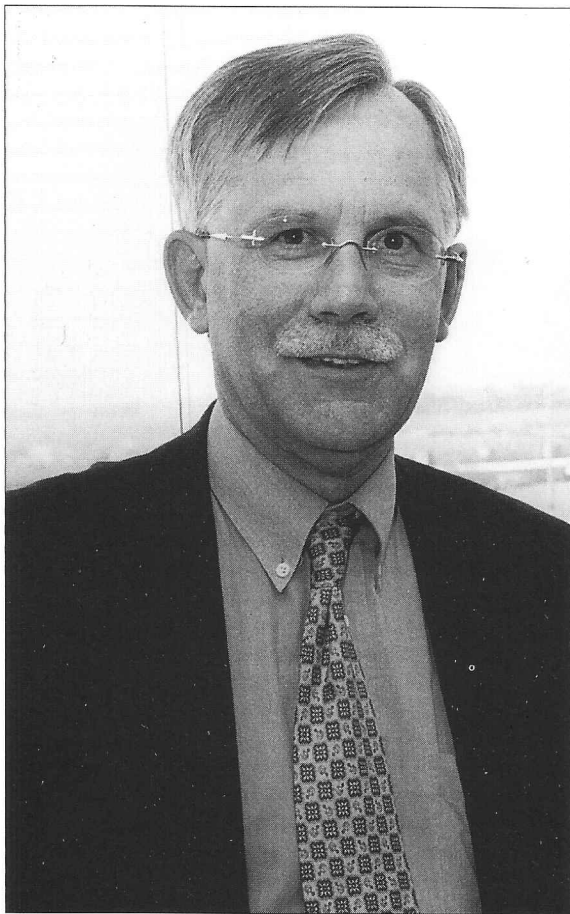
Den Haag in die tijd, was de vraag: hoe krijg je weer dynamiek in de Nederlandse economie? In die tijd nam men afstand van de Keynesiaanse modellen en waagde men de overstap naar de aanbodeconomie.

... belegger in Heerlen, een zeer Nederlandse omgeving, zowel letterlijk als figuurlijk.

Ik heb vaak in mijn loopbaan getwijfeld of ik, qua belangstelling, niet op de universiteit thuishoor. Ik vond het CPB heel plezierig en bovendien praktischer gericht dan de universiteit. Na acht jaar Planbureau vond ik de uitdaging groot om in de financiële wereld zelf te gaan werken. Het trok mij zeer aan. Wat ik gemerkt heb in het vak financiering is dat de combinatie van econometrie en economie, de theoretische economie met evenwichtsmodellen, buitengewoon bruikbaar is. Het gaf me de mogelijkheid om een vliegende start in het beleggersvak te maken. Het feit dat ik naar ABP ben overgegaan heeft er, anders dan ik dacht, niet toe geleid dat ik de wetenschap daardoor de rug toekeerde, want ik zag opeens allerlei mogelijkheden om met de vakken die ik bestudeerd had, van alles te doen. Voor mij was het maken van een ALM-model in alle eerlijkheid niet zo heel erg moeilijk, want ik had bij het Planbureau acht jaar lang met modellen gewerkt, dus dat wist ik allemaal wel. Als je naar de financieringstheorie kijkt, de optietheorie, het capital asset pricing model, dat zijn wiskundig-statistische modellen. Ik heb negen jaar econometrie gedoceerd in Tilburg, dan schrik je daar echt niet meer van.

En u bent hoogleraar aan de Vrije Universiteit.

Het was de Beurszetel, en die is overgegaan op het VBA, dus het wordt gesponsord door de Vereniging van Beleggingsanalisten. Ik ben bijzonder hoogleraar beleggingsleer: een semester hoorcollege van drie uur in de week en een semester werkcollege van twee



uur. En dan natuurlijk scripties en een enkele promovendus.

Waarom heeft u zes jaar nodig gehad om de rest van ABP zover te krijgen dat ze in uw ontwikkelingen meedingen? De lijn die we hebben ingezet - meer aandelen, meer internationalisering - hebben we al in 1988 ingezet. We hebben veel discussies gehad met de politiek, voor verruiming van onze restricties, want die vonden we veel te krap. Dat hebben we in de tussentijd ook voor elkaar gekregen. Uiteindelijk zijn we in 1996 verzelfstandigd. Het heeft veel energie gekost om zover te komen, omdat we in dat specifieke regime zaten. En je moet ook een bedrijf opbouwen, dat is een kwestie van expertise opdoen, leren hoe het in de VS gaat etc.

U bent een Angelsaksisch georiënteerd beleggingsapparaat aan het opbouwen, u bent manager of ondernemer, u zit in de directieraad van ABP. Bevalt die bestuurlijke omgeving?

In die bestuurlijke omgeving heb ik ontzettend veel profijt van het werk bij het Planbureau. Een onderneming leiden vereist een bepaalde aanpak. Het komt vaak neer op het uitzetten van een heldere lijn. In een bestuurlijke omgeving werkt meer een Rijnlands poldermodel, daar zit meer een belangenafweging. Een bestuur managed niet, een bestuur bestuurt. Een bestuur moet daarin ondersteund worden door een directie die het het bestuur mogelijk maakt zijn verantwoordelijkheid te nemen en zijn belangen af te wegen. Dat is niet erg verschillend van het Planbureau.

'In een bestuurlijke omgeving werkt meer een Rijnlands poldermodel'

U hebt ook nog de ambitie - of het lot - om investment banker te worden. Kan dat met een Nederlandse achtergrond?

Ik begrijp wat u bedoelt, maar ik wil geen investment banker worden. Ik ben wel gefascineerd door die wereld, dat geef ik eerlijk toe. Het zijn de spelmakers van de financiële wereld, ze domineren de internationale financiële wereld. Daar geldt bij uitstek de wet van de sterksten. Zij zijn de spelmakers en ze maken dus ook de spelregels. Als je ziet hoeveel talent Goldman Sachs of Morgan Stanley weet te mobiliseren, dat zijn duizenden. En vermenigvuldigd maar met vier, want ze werken 80 uur in de week en zijn na 20 jaar volledig verbruikt.

Spelmaker in de Duitse betekenis van Spielmacher?

Ja, ik denk dat je dat zo kunt noemen. Ze bepalen dus, in de wereld waarin ook ik mijn geld moet wegzetten. Wanneer ik als eindbelegger moet optreden, heb ik op al die gebieden te maken met die investmentbankers. In die ouderwetse, continentale, Europese wereld waarin alles was afgebakend, waren de universele banken de dominante spelers. En als belegger kon ik slechts een beperkt aantal aandelen kopen. Ik kon geld aan de staat geven, of ik kon het aan de bank geven. Als ik mijn portefeuille van 5 jaar geleden vastrentend doornam, dan zat er eigenlijk alleen staatspapier in, staatsgegarandeerd papier, en leningen aan banken. Zij waren de spelmakers, dat zijn nu de investmentbankers geworden. Voor een deel is die wereld nog transparant en kan ik nog buiten ze om als het gaat om liquide markten, maar de meest aantrekkelijke gebieden zijn niet transparant en beheersen zij. Ik heb met ze te maken, ik moet met ze zakendoen. En ik kan dan maar beter zó goed zijn dat ik een organisatie in het veld kan brengen die die strijd aan kan. Zij zijn in heel veel gevallen mijn tegenpartij.

U gaat van dat oude vertrouwde, rustige beleggingsfeertje dat u tien jaar geleden aantrof, een hele andere wereld in. Kunt u ons geruststellen dat dat onze gepensioneerden stellig en met zekerheid ten goede zal komen? Er zitten ook risico's aan verbonden.

Het feit dat ik verschillende rollen speel en al gespeeld heb, heeft als voordeel dat ik niet met oogkleppen op loop. Het is een groot voordeel in deze wereld als je niet al te monomaan bent, want je komt in verschillende omgevingen. Natuurlijk hebben wij ABP een nieuwe wereld ingeleid, maar niet omdat we de keuze hadden. Dit is de financiële wereld, de oude financiële wereld bestaat niet meer. Er is alleen nog maar een internationale markt.

Dan uw vraag over hoe risicovol wij bezig zijn. Laat ik vooropstellen dat het nemen van risico's onvermijdelijk is. Ik word ervoor betaald om risico's te nemen, maar ik zie het als mijn hoofdtaak om die risico's in kaart te brengen en te beheersen en zo gecalculeerd mogelijk alleen daar risico's te nemen waar ik ze aankan, en waar ze geld opleveren. De hoofdtaak van de vermogensbeheerder, de belegger, is vermogensallocatie en dat staat gelijk aan risicoallocatie. Het begin van ons beleggingsplan is een allocatiestudie. Dan gaat het voor 60% over risico, en voor 40% over rendement.

'De oude financiële wereld bestaat niet meer'

Maar we hebben het nu niet over renterisico of rendementsvolatiliteit, u krijgt te maken met debiteurenrisico, emerging marketsrisico's, valutarisico's, systeemrisico.

Door spreiding kunnen er in één deelgebied heel wat individuele ongelukken gebeuren, maar dan hou je toch voor een totale opbrengst op portefeuilleniveau een redelijke kansverdeling. Wat is echter het grote probleem? Die kansverdeling is niet mooi symmetrisch, maar die heeft aan de linkerkant een hele dikke staart. En dat is het grote risico van de moderne financiële markt en daar maak ik mij dus ook geen illusies over: er is een tamelijk niet te verwaarlozen kans op een heel grote negatieve uitkomst. Dat neerwaartse risico in onze financiële markten is een niet te verwaarlozen risico. Omdat aan de onderkant al die risico's gecorreleerd zijn; dus gaat de valuta van een land onderuit, dan gaan ook banken in dat land failliet, et cetera. Dat probleem is groter dan wij onszelf durven realiseren.

Wie houden u in de teugels?

Wie houden mij niet in de teugels, zou ik zeggen. Ik heb nogal wat instanties aan wie ik verantwoording afleg, in het bedrijf en aan het bestuur, en aan de beleggingscommissie, en aan de Verzekeringskamer, en aan de Raad van Advies. Ik voel mij nu net niét direct iemand die met een carte blanche mag opereren. En dan hebben we nog een voordeel, laat ik dat nog eens vaststellen: een pensioenfonds is een buitengewoon transparant geheel. Het is zo volstrekt helder wat wij doen. Er is geen instelling in Nederland waarvan het mogelijk is op het einde van het jaar volstrekt onder elkaar te zetten wat de allocatie is geweest, wat de rendementen zijn geweest. Bij banken lukt u dat niet. Bij verzekeringsmaatschappijen moet je er niet eens over beginnen, die zijn volstrekt ondoorzichtig.

Het vroegere ABP was een ambtelijke organisatie. Dat moet nu een groot financieel conglomeraat worden?

ABP is een pensioenfonds en wordt niet een groot financieel conglomeraat. De ambitie van ABP is om een pensioenfonds te zijn dat in staat is een samenhangend pakket van producten aan te bieden voor onze deelnemers. Wij onderkennen dat, onder druk van de politiek, de maatschappij, verzekeraars, welke druk het ook is, er een geleidelijke beperking plaatsvindt van het collectieve pensioenproduct. Wij vinden het noodzakelijk om toch in het totale pensioenproduct te blijven voorzien en zullen daardoor ook in de vorm die de omgeving aan ons stelt, dus binnen het level playing field, dus middels een verzekeringsmaatschappij, aanvullende producten aanbieden. Niet omdat wij het nu zo fantastisch vinden om verzekeraar te zijn, maar omdat we zien dat in allerlei afbakeningsdiscussies pensioenfondsen in een steeds

kleiner gebied terecht komen, en we willen toch het hele pakket aanbieden.

U moet iedere dag NLG 100 miljoen beleggen en als u een dag ziek bent geweest NLG 200 miljoen.

Dat zou best kunnen, ja. Ik werk nou een jaar of elf bij het ABP en ik heb dat nooit gevoeld, beleggingsdwang. Onze beleggingsplannen zijn vanaf het begin gericht geweest op spreiding, diversificatie over verschillende beleggingscategorieën, aan opbouw. Een van onze meest ambitieuze groeitakken, dat is aandelen, dat is bekend. Er gaat inderdaad per maand meer dan 1 miljard nieuw in de aandelenmarkt.

Met zijn allen krijg je toch dit soort dingen als die gigantische K/W's. Als je wat kleiner bent, dan zou je ook naar de midcap kunnen gaan kijken. Waarom zo groot?

Natuurlijk investeren wij in midcaps. We hebben vorig jaar een heel behoorlijk mid- en smallcap-investeringsprogramma in de VS opgezet. We zijn nu in Europa bezig om een midcapmandaat van een paar honderd miljoen gulden op te zetten. Het is bepaald niet zo dat wij dat niet doen. Maar midcap is natuurlijk klein in marktkapitalisatie ten opzichte van de groten. Overigens heeft het ons tot nu toe alleen nog maar geld gekost, want de aandelenmarkt zit al minstens 4 jaar lang in een hype van largecap. En dat is niet iets waar pensioenfondsen achter zitten, dat heeft alles te maken met mutual funds. De extreme fixatie van de kleine belegger op de grote fondsen heeft tot een verregaande wanverhouding in de financiële markten geleid. De pensioenfondsen hebben van oudsher een value bias, die zitten juist aan de andere kant van de markt, die gaan tegen de markt in. Als er iemand is die in de markt voor stabiliteit zorgt, dan zijn het de pensioenfondsen. Dat zijn van huis uit anticyclische beleggers.

ABP is groot, in zijn eentje eigenlijk al een bedrijfspensioenfonds: centrale overheid, lagere overheid, onderwijs, defensie. En dan zegt voorzitter De Vries: laten we in 's hemelsnaam die pot bij elkaar houden. Waarom niet compartimenteren en ieder zijn eigen pot?

Die discussie over wel of niet opsplitsen is natuurlijk de afgelopen jaren intensief gevoerd. Er zijn sectoren waar ik er toch voor zou kiezen om het zoveel mogelijk samen te doen. Een daarvan is de wens van een betaalbare pensioenregeling. De schaalvergroting die plaatsvindt in administraties, in vermogensbeheer, is onmiskenbaar. Economies of scale zijn heel, heel groot in deze sector. De financiële wereld is van oudsher georganiseerd als een dorp. Alleen nu is het dorp helaas de wereld geworden en er is maar plaats voor een beperkt aantal grote spelers. De fusies van de financiële instellingen liegen er niet om. Dat doen ze niet omdat dat hun ego streelt, dat doen ze omdat daar hele goede redenen voor zijn. Het is makkelijker om als ABP een renteswap voor een paar miljard gulden te krijgen, dan als 6 kleine ABP-tjes. Men kijkt wel degelijk wie de tegenpartij is, met wie men zaken wil doen. En je moet steeds meer bilateraal zakendoen, en dan is het een groot voordeel om sterk en groot te zijn.



Op de voorgrond het ABP-complex te Heerlen

'Als er iemand is die in de markt voor stabiliteit zorgt, dan zijn het de pensioenfondsen'

U gebruikt niet het solidariteitsargument van de deelnemers?

Nee, dat gebruik ik niet. Het zijn uitvoeringstechnische overwegingen. Je kunt het beter organiseren als je het samen organiseert, dat vind ik belangrijk. Solidariteit speelt daarin enige rol, maar niet de belangrijkste.

U voelt zich niet als een gedwongen belegger, zei u zojuist. Anderzijds is uw visie van groot belang voor de oude dag van honderdduizenden, miljoenen Nederlanders. Tobt u daar wel eens over in uw slaap?

Ik ben geen slechte slaper, maar over die negatieve staart in het risicoprofiel, ja ik ben een van de mensen die daar inderdaad zorgen over heeft. Ik geloof ook dat de traditionele risicomangementmodellen en het standaarddenken die staartrisiko's onderschatten. Als u eens kijkt naar het aantal bijna-crashes dat we de afgelopen tien jaar hebben gehad: de Mexico-crisis, de Zuid-Amerika-crisis, de Azië-crisis, het bijna failliet gaan van Long Term Capital Management, als dat echt was doorgezet, was dat wellicht een crash geworden. Dus zover zaten we niet af van een major system risk. Op die dagen kijk ik 's avonds laat nog wel even naar CNN.

Is het dan toch niet die Angelsaksische attitude, de waas van het grote geld, het kuddedegdrag dat dat oproept en hoe stop je dat?

Dat weet ik niet. Ik ben het niet geheel met u oneens: de wijze waarop de financiële markten zijn georganiseerd en de asymmetrische structuur, risico nemen loont, het verlies kun je afwentelen op een ander. Dat zit ook voor een deel achter die devaluaties van de landen in Zuidoost Azië. Dat waren toch de hedge funds, met een leverage van een factor 100 of zo. En dat was dan toch wel georganiseerd, mogelijk gemaakt door die investment banks.

Gelooft u in het zelfreinigende vermogen van de samenleving?

Ja, maar in beperkte mate. Alleen als daarachter een zekere stok staat. Ik ben zelf nogal onder de indruk van de kwaliteit van de analyses van het Amerikaanse ministerie van Financiën. Rubin en Summers zijn echte keien in hun vak, die zeggen en doen buitengewoon verstandige dingen. Maar of het voldoende is, dat weet ik niet.

Hebt u er nog lol in?

Ja, ik vind het een buitengewoon fascinerende baan.

Meer dan 5 jaar geleden?

Ja, nog meer dan 5 jaar geleden. ♦

Schiphol, 19 mei 1999

Drs. R.H. Oude Wolbers

Drs. J.J.M. Schipper