

De systeemrelevantie van Nederlandse pensioenfondsen

Beleidsmakers hebben aandacht gekregen voor de systeemrelevantie van pensioenfondsen. Hun institutionele kenmerken en, in mindere mate, hun beleggingsbeleid reduceren mogelijk systeemrisico. Risico-gebaseerde kapitaaleisen en micro-georiënteerd toezicht zonder oog voor de macro-effecten kunnen het systeemrisico echter versterken. Dit geldt ook voor mogelijke toekomstige maatregelen, zoals inperking van de verplichtstelling.

ROEL BEETSMA

MN-hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam

RENÉ

VAN DE KIEFT

Voorzitter Hoofddirectie van de pensioenuitvoerder en vermogensbeheerder MN

De val van Lehman Brothers op 15 september 2008 heeft laten zien dat het falen van een individuele speler een bedreiging voor de financiële markten als geheel – dat wil zeggen een ‘systeemrisico’ – kan vormen. Na Lehman is er in de analyses en het beleid terecht veel aandacht uitgegaan naar de banksector. Banken zijn echter niet de enige partijen op de financiële markten. Institutionele beleggers zoals verzekeraars en pensioenfondsen spelen hier ook een grote rol. Bovendien zal die rol toenemen naarmate zij een deel van de traditionele taak van banken in het verstrekken van financiering aan huishoudens en bedrijven overnemen. A priori kan dus niet uitgesloten worden dat institutionele beleggers ook een systeemrisico kunnen vormen of gaan vormen. Recentelijk heeft de European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) daarom stresstests laten uitvoeren op de Europese pensioenfondsen (EIOPA, 2016).

We beschouwen hier de vraag in hoeverre de Nederlandse pensioenfondsen een systeemrisico vormen, en bestuderen hoe recente en mogelijke toekomstige wijzigingen in de beleids- en toezichtsfeer aan dit risico kunnen bijdragen. De analyse bouwt voort op Beetsma en Vos (2016), maar kijkt specifiek naar de rol van beleid en toezicht voor de systeemrisico's van de Nederlandse pensioensector.

Er zijn twee redenen om ons te concentreren op de Nederlandse pensioenfondsen. Allereerst de grootte van

de Nederlandse pensioensector: deze is bijna twee keer het Nederlandse bbp (1.252 versus 662 miljard euro eind 2014). Daar komt bij dat, ondanks het grote aantal pensioenfondsen, meer dan de helft van dit vermogen door de vijf grootste fondsen wordt beheerd (tabel 1). Het financiële systeem is dus in potentie kwetsbaar voor acute problemen bij een groot Nederlands fonds. Ten tweede heeft de manier waarop het Nederlandse toezichtkader is ingericht mogelijke effecten op het systeemrisico van de pensioenfondsen.

SYSTEEMRISICO EN PENSIOENFONDSEN

Het ligt niet voor de hand dat Nederlandse pensioenfondsen systeemrisico veroorzaken. Weliswaar zijn enkele fondsen heel groot, maar ze hebben een aantal eigenschappen waarmee ze zich onderscheiden van veel andere financiële instellingen. Allereerst maken ze geen gebruik van financiële hefboomen. Behalve voor het vermijden van kortetermijnliquiditeitsproblemen is het pensioenfondsen wettelijk niet toegestaan om te lenen. Met andere woorden, pensioenfondsen kunnen alleen hun eigen middelen, verkregen door bijdragen van de deelnemers en hun werkgevers, investeren, waardoor hefboomeffecten uitblijven. Ten tweede moet het gebruik van derivaten beperkt zijn tot het afdekken van risico's. Hierbij gaat het vooral om swaps (of swaptions) om renterisico's te verkleinen en valutaswaps om wisselkoersrisico's te reduceren. Uit deze eerste twee punten blijkt dat de complexiteit en verwevenheid met de rest van het financiële systeem beperkt zijn. Ten derde is de gemiddelde *duration* (vervaldatum gewogen naar omvang van de betalingen) van de pensioenverplichtingen tussen de vijftien en twintig jaar. Als vierde kunnen pensioenfondsen, hoewel ze technisch gesproken insolvabel kunnen zijn, niet bankroet gaan. Een situatie waarin het fonds insolvabel is, wordt opgelost door het aanpassen van de beleidsinstrumenten die het fonds ter beschikking heeft, zoals het verhogen van de contributies, extra stortingen van de werkgever, verlagen van de indexatie voor loon of prijsinflatie en, als *ultimum remedium*, het afstempelen van aanspraken en rechten. De combinatie van

deze instrumenten zal uiteindelijk altijd voldoende zijn om binnen een periode van een aantal jaren uit een situatie van onderdekking te kunnen geraken. De bovengenoemde vier eigenschappen maken samen dat pensioenfondsen a priori gezien kunnen worden als stabiele partijen op de financiële markten. Dit wordt ook bevestigd door de recente stresstests van EIOPA (2016). Hieruit blijkt dat individuele pensioenfondsen weliswaar kwetsbaar zijn voor marktschokken, maar dat financiële druk op de pensioenfondsen waarschijnlijk weinig effect heeft op het financiële systeem als geheel.

SPECIFIEKERE EFFECTEN OP STABILITEIT

Pensioenfondsen vormen in algemene zin dan wel een minder groot systeemrisico dan banken en verzekeraars. Dit neemt niet weg dat ze in andere opzichten invloed kunnen uitoefenen op de stabiliteit van de financiële sector. Er zijn zowel stabiliserende als destabiliserende krachten actief.

Herbalanceringsbeleid

Vanuit hun beleggingsbeleid zouden pensioenfondsen kunnen bijdragen aan de stabiliteit van de financiële markten. De reden is dat veel Nederlandse fondsen een beleggingsbeleid van herbalancing volgen. Ze delen hun portefeuille typisch op in een *matching*-gedeelte, bestaande uit obligaties en rentederivaten van hoge kwaliteit, en een *return*-gedeelte, vooral bestaande uit aandelen, obligaties van lagere kwaliteit en onroerend goed, waarmee ze de totale beleggingsopbrengst proberen te vergroten. Beide gedeeltes krijgen in de regel een strategisch gewicht. Een geregeld voorkomende verhouding is zestig procent matching en veertig procent return. In de regel is er een bandbreedte rondom de strategische gewichten gedefinieerd. Zolang de feitelijke gewichten binnen deze bandbreedte blijven, wordt er niet ingegrepen. Als er echter een schok optreedt die het gewicht van een portefeuillecomponent beneden de ondergrens van zijn strategische gewicht duwt, dan zal het fonds instrumenten binnen deze klasse aankopen om het feitelijke gewicht van deze klasse weer op zijn strategische niveau te brengen. De toegenomen vraag naar de instrumenten binnen deze klasse kan helpen om een vicieuze cirkel van prijsdalingen na de initiële negatieve schok te doorbreken.

Hoeveel bewijs is er voor het bovengenoemde stabiliserende mechanisme? In een studie van het beleggingsgedrag van Nederlandse pensioenfondsen van voor de crisis, vinden Bikker *et al.* (2008) bewijs van herbalanceringsstrategieën van pensioenfondsen. Herbalancing lijkt overigens sterker na gedaalde dan na gestegen koersen. Door te kijken in hoeverre de aandelenpositie van eind 2007 weer hersteld was aan het eind van 2008, vindt het eerder genoemde EIOPA-rapport (EIOPA, 2016) op basis van data van individuele pensioenfondsen voorzichtig bewijs dat Nederlandse pensioenfondsen inderdaad een stabiliserende rol hebben gehad op de onrustige financiële markten. Deze conclusie geldt overigens niet voor pensioenfondsen uit alle landen. Er waren ook fondsen uit drie andere EU-lidstaten (Oostenrijk, Spanje en Slovenië) die de beleggingscategorieën die slecht presteerden juist deels van de hand deden, en daarmee de prijsdruk op deze beleggingscategorieën verhoogden. In het gehele gebied van de EER (Europese Economische Ruimte) werd er een licht stabiliserend her-

balanceringsbeleid gevonden. In een recente studie op basis van maandelijkse data voor bijna veertig grote Nederlandse pensioenfondsen over de periode 2009–2014 vinden Broeders *et al.* (2016) sterk empirisch bewijs dat deze fondsen hun investeringen al op korte termijn herbalanceren. Ze schatten de coëfficiënten van een lineaire regressie van feitelijke veranderingen in portefeuillegewichten in afwijking van passieve veranderingen, die puur het gevolg zijn van prijsveranderingen, op de passieve gewichtsveranderingen zelf, alsmede het initiële gewicht in de vorige periode. Van de passieve gewichtsverandering wordt bij aandelen 20 procent in dezelfde maand al ongedaan gemaakt en bij hoogwaardige vastrentende instrumenten maar liefst 25 procent. Voorts leidt een hoger gewicht van beide categorieën in de vorige periode tot een actieve reductie van het gewicht in de huidige periode.

Marktwaardering

Sinds 2007 moeten pensioenfondsen net als ondernemingen hun verplichtingen op marktbasis waarderen. Hiermee worden nadelen van andere waarderingsmethoden, zoals die gebaseerd op historische grondslagen, voorkomen. Zo ontstaan er bij waardering op historische grondslagen mismatchrisico's bij de liquidatie van een fonds of bij tussentijdse waardeoverdracht: verplichtingen die niet op marktwaarde zijn gebaseerd kunnen zwaar uit de pas lopen bij de bezittingen die dat wel zijn. Bovendien zal het indexatie- en herstelbeleid bij historische waardering gebaseerd zijn op een onrealistische weergave van de financiële gezondheid van het fonds, waardoor er op termijn niet meer aan de verplichtingen kan worden voldaan of er juist te hoge buffers ontstaan.

Een balans gebaseerd op marktwaarden zal echter mee-fluctueren met de dagelijkse schommelingen in de marktprijzen. Bijvoorbeeld, een daling van de marktrente veroorzaakt een stijging van de verplichtingen van pensioenfondsen, met een verslechtering van de dekkingsgraden als gevolg. Om het risico op onderdekking te verkleinen zal het fonds de neiging hebben om aandelen te verkopen in ruil voor vastrentende instrumenten. Zo'n aandelenverkoop kan tot lagere beurskoersen leiden en daarmee tot een verdere verslechtering van de dekkingsgraden, wat op

Belegd vermogen vijf grootste Nederlandse pensioenfondsen per eind 2014

TABEL 1

Pensioenfonds	Belegd vermogen eind 2014 in miljarden euro's	Belegd vermogen als percentage van totaal pensioenvermogen
ABP	391,9	31,3
PFZW	161,7	12,9
PMT	58,6	4,7
Bpf Bouw	53,6	4,3
PME	39,5	3,2
Totaal vijf grootste fondsen	705,3	56,3
Totaal Nederland	1.252	100

Bron: jaarverslagen over 2014 van de vermelde fondsen; DNB, 2016

zijn beurt weer tot nieuwe aandelenverkoop kan leiden. Dit effect ondermijnt de stabilisatie die ontstaat door de bovengenoemde ‘natuurlijke neiging’ tot herbalancerings-aankopen. In tijden van relatieve rust is dit risico beperkt, en wegen de voordelen van marktwaardering ruimschoots op tegen de nadelen. Maar in tijden van financiële stress, wanneer de liquiditeit in de markt kleiner is dan normaal, maakt dit mechanisme het financiële systeem kwetsbaar. Een partij die in deze omstandigheden een relatief grote verkoop van effecten wil realiseren, bijvoorbeeld om extra cash vrij te maken, kan dan een disproportioneel effect op de marktprijzen hebben.

De mogelijke nadelen van de marktwaarderingssystematiek worden overigens gedempt via de specifieke inrichting van het toezicht. Fondsen dienen zich op de gemiddelde dekkingsgraad over de afgelopen twaalf maanden (de ‘beleidsdekkingsgraad’) te richten in plaats van op de actuele dekkingsgraad, terwijl er een relatief lange hersteltermijn van tien jaar geldt in geval een fonds onder het Vereist Eigen Vermogen zakt.

Het toezicht

Het opleggen van risico-gebaseerde kapitaaleisen, zoals ons eigen Financieel Toetsingskader voor de pensioenfondsen, de begin dit jaar van kracht geworden Solvency II-richtlijn voor de verzekeraars en Basel III bij de banken (die naar verwachting in 2019 ingaat), kunnende bovengenoemde risico's die gepaard gaan met marktwaardering versterken. De beleggingsstrategieën van deze verschillende typen financiële instellingen kunnen steeds meer op elkaar gaan lijken, doordat ze aan hetzelfde type kapitaaleisen moeten voldoen. Met name ontstaat er een prikkel om de beleggingscategorieën waarvoor een hoge buffer moet worden aangehouden collectief van de hand te doen, en vice versa. Voorts, wanneer de financiële markten, en dus de balansen van deze instellingen, verslechteren, kunnen ze, vanwege de eenvormigheid van de eisen, allemaal gedwongen worden dezelfde acties te ondernemen. Maar als iedereen tegelijk wil aankopen of verkopen, kan dat de initiële verslechtering van de financiële markten aanzienlijk versterken. Een soortgelijk effect kan ook optreden wanneer de verschillende marktpartijen door een zelfde schok (een ‘macro-schok’) worden getroffen. Macro-schokken treden frequent op. Voorbeelden zijn een Brexit of een verslechtering van de Chinese economie. Zeker na een macro-schok zou het vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit wenselijk zijn als een aantal instellingen ‘tegen de markt in’ reageert, terwijl de risicobudgettering die de toezichtkaders opleggen dit lastig maakt. Vanuit micro-prudentieel toezicht lijkt de eis van een buffer die proportioneel is met het risico verstandig. Echter, als alle financiële spelers onder een vergelijkbare eis vallen, kunnen initiële prijsveranderingen dus versterkt worden.

Het bestaande Nederlandse toezicht op de pensioenfondsen kan nog langs andere kanalen de stabiliserende werking van de pensioenfondsen verzwakken. Ten eerste bleken de recente financiële perikelen van de pensioenfondsen samen te vallen met een crisis in de reële economie. Hoge herstellpremies kunnen in zo'n situatie via lagere besteedbare inkomens de reële crisis versterken. Ten tweede kunnen de toezichtseisen fondsen ertoe aanzetten collectief

te handelen in markten waar de liquiditeit slechts beperkt is, zoals bij de rente-afdekking op de heel lange termijn.

SYSTEEMRELEVANTIE BELEIDSONTWIKKELINGEN

Niet alleen is het huidige pensioenbeleid van invloed op de systeemrelevantie van pensioenfondsen, ook nieuw of voorgelegd beleid is dat.

Solvency II

Lange tijd was er de vrees dat de veel strengere kapitaaleisen die onder *Solvency II* aan de verzekeraars worden opgelegd ook van toepassing zouden worden verklaard op de pensioenfondsen. Het beleggingsbeleid zou defensiever moeten worden, met lagere verwachte opbrengsten en dus lagere verwachte uitkeringen als gevolg. Een strategie van portefeuille-herbalancering zou ook lastiger worden. Bij negatieve schokken zou er eerder moeten worden ingegrepen met verhoging van pensioenpremies, lagere indexatie en afstempelen (met negatieve gevolgen voor de reële economie). Vooral de overgang van het huidige toezichtregime naar Solvency II zou grote risico's veroorzaken. Immers, pensioenfondsen zouden, om risico terug te nemen, massaal aandelen en andere risicodragende objecten van de hand moeten doen, en wellicht zelfs opgebouwde rechten moeten afstempelen, om hun buffers te herstellen. Voorlopig is het gevaar van toepassing van Solvency II op pensioenfondsen afgewend. De vraag is of dat op de lange termijn ook zo is. In slechts enkele EU-landen nemen pensioenfondsen een belangrijke rol in, waardoor hun invloed op de Europese besluitvorming beperkt is, en er dus een dreiging blijft om pensioenfondsen hetzelfde te behandelen als verzekeraars.

De verplichtstelling

Een ander risico van mogelijk toekomstig beleid heeft betrekking op de zogeheten *verplichtstelling*, die ervoor zorgt dat pensioenvermogen niet zomaar kan worden opgenomen. Steeds vaker gaan er echter stemmen op om de verplichtstelling in zijn huidige vorm af te schaffen, en eventueel te vervangen door een algemene pensioenplicht (Boelaars, 2012). Dit leidt mogelijk tot een systeemrisico, omdat een fonds gedwongen kan worden zijn bezittingen (abrupt) te liquideren. Het resulterende overaanbod aan vastrentende of zakelijke waarden zou de betreffende markten in een neerwaartse spiraal kunnen duwen.

De dreiging zit vooral in de afschaffing van de ‘kleine’ verplichtstelling. Deze afschaffing zou betekenen dat werknemers niet langer op basis van de cao verplicht zijn om deel te nemen aan de pensioenregeling die hun werkgever hun aanbiedt. Ervan uitgaande dat er in dat geval een wettelijke pensioenplicht komt, kan de individuele deelnemer het pensioen onderbrengen bij de uitvoerder van zijn of haar keuze. De portefeuille moet op ieder moment individueel overdraagbaar zijn, hetgeen een verschuiving vereist naar meer liquide beleggingen die snel te verkopen zijn, maar op lange termijn minder opleveren doordat ze geen liquiditeitspremie verdienen. Hierdoor zullen de pensioenuitkeringen op termijn omlaag moeten. Ook is er een dreiging van het pensioenequivalent van een bankrun, die kan optreden als ongecoördineerde deelnemers om welke reden dan ook het vertrouwen in hun pensioenfonds verliezen. De noodzake-

lijke en massale verkoop van de beleggingen door het fonds kan de financiële markten destabiliseren. Dit laatste risico is vooral aanwezig bij heel grote pensioenfondsen waarvan er in Nederland een aantal zijn (tabel 1). Gezien de omvang van de Nederlandse pensioensector zijn overheidsgaranties voor de pensioenen slechts beperkt mogelijk.

Pensioenfondsen in de rol van banken

Pensioenfondsen nemen steeds meer *de traditionele taken van banken* over, zoals het verstrekken van hypotheek en het verschaffen van krediet aan het mkb (Nu.nl, 2016). Omdat het volume aan deposito's tekortschiet, moeten Nederlandse banken hypotheek vooral moeten dekken via de kapitaalmarkt. Wanneer pensioenfondsen een deel van de hypotheekportefeuilles van banken kunnen overnemen, draagt dit bij aan de stabiliteit van de financiële sector vanwege de door kapitaal gedekte verbreding van het financieringslandschap. In tijden waarin vastrentende beleggingen zeer lage rendementen opleveren, is dit ook voor de pensioenfondsen zelf een interessante optie, zeker gezien de lage risico's van de Nederlandse hypotheek met de Nationale Hypotheekgarantie als achtervang. Wel dient gewaakt te worden voor een te grote blootstelling aan de Nederlandse economie. Echter, pensioenfondsen beoordelen een uitbreiding met Nederlandse hypotheek op de bijdrage die dit levert aan het rendement-risico-profiel van de totale portefeuille. Deze uitbreiding is daarom naar verwachting beperkt van omvang, waardoor de exposure van de portefeuille naar de Nederlandse economie ook beperkt blijft.

CONCLUSIE

Er is onderzocht in hoeverre de Nederlandse pensioenfondsen systeemrelevant zijn voor de financiële markten, en hoe recente en mogelijke toekomstige wijzigingen in beleid en toezicht dit kunnen beïnvloeden. Daartoe hebben we gekeken naar de institutionele kenmerken van de pensioenfondsen en hun beleggingsbeleid. Op basis van deze kenmerken is de conclusie dat Nederlandse pensioenfondsen beduidend minder systeemrisico vormen dan banken en verzekeraars. Via hun beleggingsbeleid gebaseerd op een strategisch kader met herbalanceren oefenen ze zelfs een stabiliserende invloed op de financiële markten uit. Wel kan de waardering van verplichtingen op marktbasis tot negatieve spiralen op financiële markten leiden. Recente en mogelijke toekomstige wijzigingen in beleid en toezicht kunnen dit risico vergroten. Dit geldt bijvoorbeeld voor voorstellen vanuit internationale gremia om dezelfde kapitaal-eisen op te leggen aan grote delen van de financiële sector. Toezicht gebaseerd op voldoende lange hersteltermij-

LITERATUUR

- Beetsma, R. en S. Vos (2016) *Pension funds and systemic risk*. Artikel op VoxEU.org, 23 februari.
- Bikker, J., D. Broeders en J. de Dreu (2008) Beurskoersen en beleggingen van pensioenfondsen. *ESB*, 94(4526), 8–11.
- Boelaars, I. (2012) Ons pensioenstelsel is niet zaligmakend. *Verzekerd!*, 4 (september), 20.
- Broeders, D.W.G.A., D.H.J. Chen, P.A. Minderhoud en C.J.W. Schudel (2016) Pension funds' herding. *DNB Working Paper*, 503.
- DNB (2016) *Macro-economische statistiek pensioenfondsen*. Statistiek op 28 februari.
- ECB (2010) *Financial networks and financial stability*. *Financial Stability Review*, 2010(juni), 155–160.
- EIOPA (2016) *IORPs Stress Test Report 2015*. Rapport op 26 januari.
- Nu.nl (2016) *Pensioenfondsen stappen in hypotheek*. Nieuwsbericht op www.nu.nl, 20 maart.

nen en met een voldoende mate van flexibiliteit inzake de economische situatie zou de risico's echter kunnen dempen. Dit vereist dan wel dat het Europese toezichttraamwerk voor verzekeraars, Solvency II, niet onverkort toegepast gaat worden op pensioenfondsen.

Bij afschaffing van de verplichtstelling in zijn huidige vorm – een ander voorstel in beleidsdiscussies – valt systeemrisico niet uit te sluiten. Indien pensioendeelnemers plotseling massaal kunnen wegtrekken bij een pensioenfonds, kan er sprake zijn van gedwongen liquidatie van een portefeuille, wat sterk negatieve effecten op de beurzen kan hebben. Een eventuele versoepeling van de verplichtstelling moet dus gepaard gaan met de nodige restricties op de uitstroom van middelen uit een pensioenfonds, bijvoorbeeld door werkgevers slechts eens in de vijf of tien jaar de gelegenheid te geven te switchen, waarbij ze een voldoende lange opzegtermijn in acht moeten nemen. Afschaffing van de kleine verplichtstelling is sowieso onwenselijk vanwege het gevaar van een 'bankrun' op de pensioenfondsen, tenzij dit beperkt blijft tot de opname van een beperkte fractie van het opgebouwde vermogen op specifieke momenten, zoals bij pensionering of aankoop van een huis.

Naar verwachting zullen Nederlandse pensioenfondsen steeds meer de traditionele taken van banken overnemen. Het beperkte risico en de (relatief) hoge opbrengst zijn een voor de hand liggende reden voor pensioenfondsen om in hypotheek te gaan. De hiermee gepaard gaande kapitaalgedekte verbreding van het financieringslandschap draagt bij aan de stabiliteit van de financiële sector als geheel, maar is alleen verantwoord wanneer de blootstelling van de beleggingen van de pensioenfondsen aan de Nederlandse economie beperkt blijft.

In het kort

- ▶ Pensioenfondsen veroorzaken minder systeemrisico dan banken en verzekeraars
- ▶ Door hun beleggingen bij tegenvallers te herbalanceren vergroten ze de stabiliteit van het financiële systeem zelfs
- ▶ Wel kunnen bepaalde beleidsmaatregelen en -voorstellen tot negatieve spiralen op financiële markten leiden