

Het financieel toetsingskader van de pensioenen geëvalueerd

Het huidige financiële toetsingskader voor de aanvullende pensioenen schiet tekort, evenals de officiële evaluatie ervan. Verbeteringen kunnen worden bereikt door een overstap naar een reëel toetsingskader en door de systematiek van het waarderen van de verplichtingen aan te passen. Voorts dient het toetsingskader rekening te houden met de effecten op de reële economie en de financiële markten.

De Nederlandse pensioenfondsen bevinden zich in grote moeilijkheden. De dalingen van de aandelenmarkten tijdens de crisis hebben hun bezittingen ernstig aangetast, terwijl hun verplichtingen zijn toegenomen, omdat de swapcurve waartegen de toekomstige pensioenbetalingen worden verdisconteerd, is gedaald in het kielzog van de officiële rentes. Het dieptepunt van de swapcurve werd bereikt in augustus dit jaar (De Nederlandsche Bank, 2010a) toen ook bekend werd dat veertien fondsen mogelijk hun uitkeringen moesten korten en de vijf grootste fondsen een aanzienlijke daling van de dekkingsgraden rapporteerden.

Binnen de pensioensector leeft breed het idee dat de huidige problemen zijn verergerd door tekortko-

mingen binnen het financieel toetsingskader (FTK) dat De Nederlandsche Bank (DNB) hanteert bij het toezicht. Het FTK is van kracht geworden met de invoering van de nieuwe Pensioenwet in 2007. Belangrijke elementen binnen het FTK zijn een marktconforme waardering van de pensioenverplichtingen en een kader waarbinnen pensioenfondsen met een zeer grote mate van zekerheid hun verplichtingen moeten nakomen. Deze verplichtingen zijn nominaal, omdat de pensioenopbouw geschiedt in termen van euro's. De systematiek waarmee de marktconforme waardering wordt toegepast, namelijk door discontering tegen de actuele swapcurve, en de spanning tussen de onvoorwaardelijkheid van de nominale garanties en de wens ten minste een koopkrachtvast pensioen te verschaffen, worden gezien als belangrijke tekortkomingen van het huidige FTK. In zijn brief van 25 mei 2009 aan de Tweede Kamer had het kabinet al aangekondigd een evaluatie te gaan doen van de opgedane ervaringen met het FTK. Deze evaluatie is enkele maanden geleden beschikbaar gekomen (Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 2010). In haar kwartaalbulletin van juni 2010 geeft DNB (2010b) aan langs welke lijnen zij eventuele verbeteringen in de werking van

ROEL M.W.J. BEETSMA
Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam en research fellow bij Netspar

het FTK denkt te bereiken. De analyse van DNB en haar suggesties voor verbeteringen concentreren zich op vier knelpunten. Dit zijn, ten eerste, het spanningsveld tussen het nominale kader en de reële ambitie voor de pensioenen, ten tweede, het gebrek aan evenwicht tussen rendement en risico, ten derde, de omgang met volatiliteit en, ten slotte, het waarmaken van de beoogde zekerheid. Waar het evaluatierapport nauwelijks aandacht aan besteedt en DNB in haar analyse al helemaal niet, zijn de soms ongewenste gevolgen van het toezicht op individuele pensioenfondsen voor de economie en de effectenmarkten.

Spanningsveld tussen nominaal en reëel

Een belangrijke tekortkoming van het huidige FTK is de fixatie op de nominale dekkingsgraad. Nominale rechten worden als onvoorwaardelijk beschouwd, wat pensioenfondsen een stimulans geeft om de nominale onzekerheid te beperken. Nominale zekerheid kan inderdaad bereikt worden, maar tegen een hoge prijs. Het pensioenfonds zal geheel in obligaties moeten beleggen. Het reële rendement op deze beleggingen is echter laag, en de koopkracht van de opgebouwde rechten zal in de loop van de tijd door inflatie uitgehold worden. Terecht merkt DNB (2010b) op dat er een afruil bestaat tussen nominale zekerheid aan de ene kant en de indexatiedoelstelling aan de andere kant.

Fondsdeelnemers hebben meer belang bij de koopkracht van hun pensioenen dan de nominale hoogte van hun uitkering. DNB (2010b) geeft dan ook een aantal suggesties om de spanning tussen het nominale kader en de reële ambitie te verkleinen. Deze suggesties betreffen het verbeteren van de informatievoorziening over de indexatiekwaliteit en de koopkracht van het pensioen in een ongunstig scenario. Een derde suggestie is om fondsen pas toe te staan de premies te verlagen op het moment dat er volledige dekking in reële termen is, dat wil zeggen dat de bezittingen minstens zo groot zijn als de geïndexeerde verplichtingen. Hoewel zinvol, lossen deze voorstellen de fundamentele spanning tussen nominaal en reëel niet op. Pensioenfondsen blijven gedwongen om twee doelen na te streven die niet met elkaar in lijn zijn. Als men wil dat pensioenfondsen een reële ambitie nastreven, dan is de enige keuze om het nominale toetsingskader te verlaten. De commissie-Frijns (Frijns *et al.*, 2010) pleit dan ook voor een reëel toetsingskader. Om bovengenoemde redenen is dit een verbetering ten opzichte van het huidige kader. Het ontwerpen van een goed reëel toetsingskader is echter niet eenvoudig. Een reden is dat reële zekerheid onhaalbaar is. Het afgeven van onvoorwaardelijke reële rechten is lastig omdat het voor pensioenfondsen onmogelijk is om een zeker reëel rendement op hun beleggingsportefeuilles te halen. De Nederlandse staat

Pensioenfondsen blijven gedwongen om twee doelen na te streven die niet met elkaar in lijn zijn

geeft immers geen indexeringen uit, terwijl het afdekken van inflatierisico's door bijvoorbeeld swap-transacties slechts bij benadering werkt omdat niet voor alle mogelijke looptijden swaps verkrijgbaar zijn. Perfecte reële zekerheid is overigens zelfs onhaalbaar bij voldoende beschikbare indexeringen. Fondsen staan immers ook bloot aan andere risico's die in de reële dekkingsgraad doorwerken (Beetsma en Van Wijnbergen, 2010), zoals onzekerheid over de reële rente en demografische ontwikkelingen.

De onhaalbaarheid van perfecte reële zekerheid mag geen reden zijn om niet naar een reëel toetsingskader over te stappen. Het streven naar zo'n zekerheid zou zelfs onwenselijk zijn omdat er ook binnen een reëel FTK bij gegeven premiehoogte een afweging is tussen zekerheid en verwachte koopkracht van het pensioen. Fondsen dienen dus een koopkracht doelstelling na te streven die met een bepaalde kans zal worden bereikt en, afhankelijk van het deelnemersbestand, zullen ze een specifieke afruil tussen risico en rendement hanteren. Een fonds met vooral jongere deelnemers zou meer risico kunnen nemen omdat jongeren bij een negatieve schok een langere herstelperiode tot hun pensioen hebben en bovendien hun arbeidsinzet kunnen aanpassen. Een pensioenfonds zou wel voor een deel bijna zekere reële pensioenrechten kunnen afgeven, als er maar voldoende voorwaardelijke reële rechten tegenover staan die de risico's kunnen opvangen. Het recent gesloten pensioenakkoord tussen werkgevers en werknemers (Stichting van de Arbeid, 2010) oppert de mogelijkheid van een reëel pensioencontract met zachte verplichtingen, maar laat helaas de optie van een onderscheid tussen onvoorwaardelijke en voorwaardelijke reële rechten buiten beschouwing.

Gebrek aan evenwicht tussen rendement en risico

Het tweede knelpunt binnen het FTK betreft het gebrek aan evenwicht tussen rendement en risico. DNB (2010b) suggereert om de continuïteitsanalyse, die de financiële opzet op lange termijn van het fonds bewaakt, uit te breiden met ongunstige scenario's en om fondsen noodplannen te laten opstellen. Deze vergroten het risicobewustzijn bij pensioenfondsen, wat op zichzelf een goede zaak is. Nadeel van het opstellen van ongunstige scenario's is dat de kans waarmee ze optreden onbekend is. Het risico van zo'n scenario kan prima aanvaardbaar zijn als deze kans heel klein is. Immers bij risicovolle beleggingen is dit de prijs die betaald wordt voor het hogere verwachte rendement op deze beleggingen. Het is belangrijk om door stochastische simulaties de kansen op ongunstige scenario's te kwantificeren.

DNB (2010b) stelt verder voor om "een eenduidig begrip van de kostendekkende premie te formuleren waarin onzekere, nog niet gerealiseerde risicopremies geen rol spelen". Ze constateert namelijk dat de berekening van de gedempte kostendekkende premie op basis van het verwachte beleggingsrendement een stimulans geeft tot het nemen van te veel risico's. Dit probleem raakt de kern van het rapport-Goudswaard (Goudswaard *et al.*, 2010), namelijk de afweging tussen rendement en risico. Pensioenfondsen behoren de hoeveelheid risico te nemen die past bij de wensen en samenstelling van hun deelnemersbestand en behoren dit bovendien duidelijk te communiceren. Onder dit gegeven is er niets mis met het vaststellen van premies op basis van verwachte beleggingsrendementen. Als de risico's onaanvaardbaar hoog blijken te zijn, dan dient het beleggingsbeleid te veranderen, maar niet per se de systematiek waarmee gerekend wordt. De eis dat nog niet gerealiseerde risicopremies geen rol mogen spelen, komt neer op het rekenen met het rendement op een staatsobligatie en, gegeven de verwachte pensioenuitkering, zal dit een forse toename van de premies betekenen. Hiervan heeft het rapport-Goudswaard nu juist geconstateerd dat dit feitelijk niet meer mogelijk is, althans niet over een brede linie van sectoren.

Omgang met volatiliteit

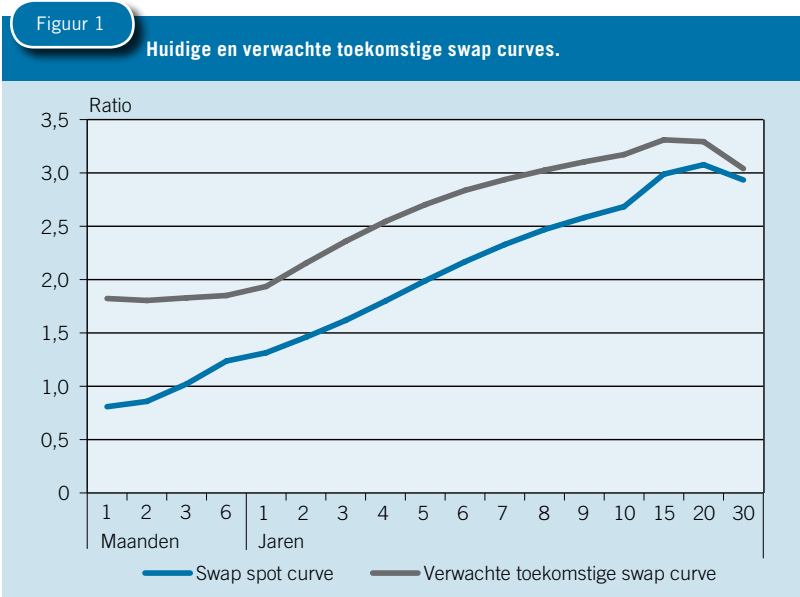
Een vaak geuit punt van kritiek op het huidige FTK betreft de wijze waarop de verplichtingen verdisconteerd worden. Dit gebeurt op basis van een door DNB gepubliceerde rentetermijnstructuur. Tot nu toe is dit de Europese interbancaire

swapcurve geweest. In principe is het gebruik van een marktcurve in plaats van een vaste rekenrente, zoals in de tijd van vóór het FTK gebeurde, een juiste keuze. Stel dat de marktrente structureel daalt. De opbrengsten op de beleggingsportefeuille van het fonds dalen en bij toepassing van de oorspronkelijke, hogere, vaste rekenrente zullen wel de bezittingen van het fonds steeds kleiner worden maar niet de werkelijke verplichtingen. Marktprijzen, en dus ook de rente als relatieve prijs van een huidige ten opzichte van een toekomstige euro, zijn echter niet altijd correct, bijvoorbeeld door droogvallende liquiditeit in de markt. Dat is vooral het geval in uitzonderlijke situaties zoals nu. Bovendien kunnen marktprijzen over korte periodes aanzienlijk fluctueren ten opzichte van hun fundamentele waarde op lange termijn. Ook dit gebeurt vooral in perioden van grote onzekerheid. Het huidige monetaire beleid van lage officiële rentes in combinatie met een verstoorde swapmarkt die gedomineerd wordt door pensioenfondsen die hun renterisico willen afdekken, heeft geleid tot een uitzonderlijk lage en volatiele swapcurve en dito stijging in niveau en volatiliteit van de verdisconteerde verplichtingen. Op basis van de termijnmarkten kan echter worden verwacht dat de swapcurve weer omhoog zal schuiven (figuur 1), zodat de huidige paniek over de dekkinggraden in ieder geval deels overtrokken is. Een vernieuwd FTK zal een antwoord moeten vinden op de anomale uitwerking van zijn disconterings-systematiek. Dit is niet zo eenvoudig, want discontering zal altijd op theoretisch foute gronden gebeuren. Het zijn immers de toekomstige nominale uitkeringen die verdisconteerd worden zonder dat er rekening gehouden wordt met indexatie en de onzekerheid daarin. Een pragmatische oplossing is om de verplichtingen te berekenen met een gewogen gemiddelde van rentetermijnstructuren uit het recente verleden (Beetsma en Van Wijnbergen, 2009). Het in acht nemen van een wachttijd, zoals DNB (2010b) suggereert, zal inderdaad helpen om het hier geschetste probleem te verkleinen. Nadeel is echter dat dit waarschijnlijk niet de paniek wegneemt die veroorzaakt wordt door onnodige fluctuaties in dekkinggraden die samengaan met een verstoorde swapcurve. Bovendien kan de verstoring van de swapcurve langer duren dan de wachttijd. Het FTK-evaluatierapport merkt terecht op dat herstelplannen voor de dekkinggraad enkel gebaseerd zijn op het verwachte herstelpad van de dekkinggraad en geen rekening houden met de risico's rond dat herstelpad. Een herstelplan gebaseerd op een risicovolle beleggingsportefeuille is minder veeleisend dan een plan voor een fonds dat vooral vastrentend belegt, omdat in het eerstgenoemde geval het verwachte rendement op de beleggingen hoger is en dus ook het verwachte

Op basis van de termijnmarkten kan echter worden verwacht dat de swapcurve weer omhoog zal schuiven, zodat de huidige paniek over de dekkinggraden in ieder geval deels overtrokken is

herstelpad steiler is. Echter, door de grotere beleggingsrisico's is de kans op een negatieve afwijking van het herstelpad ook groter. Volledige zekerheid is ook in herstelplannen duur. Een mogelijkheid zou zijn om op te leggen dat de vereiste dekkinggraad met een bepaalde kans, bijvoorbeeld negentig procent, binnen de gestelde termijn moet worden bereikt. Dit laat ruimte voor het nemen van een beperkte hoeveelheid beleggingsrisico tijdens het herstelproces. Lopende het herstelplan kan elk jaar opnieuw bekeken worden of de dekkinggraad lager is dan het oorspronkelijk verwachte pad en of aanpassing van het plan nodig is.

Waarmaken van de beoogde zekerheid
 Het evaluatierapport maakt duidelijk dat belangrijke risico's in de achterliggende periode zijn onderschat, terwijl andere risico's, zoals liquiditeitsrisico's, zelfs helemaal genegeerd zijn. Dit wordt ook bevestigd door het feit dat sinds de eeuwwisseling menig pensioenfonds al voor de tweede keer in onderdekking is geweest, terwijl de toezichthouder heeft bepaald dat de kans om binnen een jaar in onderdekking te verkeren maximaal 2,5 procent mag zijn. Een goede kwantificering van de risico's van pensioenfondsen heeft hoge prioriteit. Dat betekent dat voldoende rekening moet worden gehouden met het totale menu aan risico's, namelijk de macro-economische, waarbij het vooral gaat om inflatie en productiviteit, de demografische en de financiële markten risico's, en hoe deze risico's met elkaar zijn gecorreleerd. Een groot deel van deze risico's is identiek voor alle fondsen en kan in een standaardmodel voor alle fondsen worden opgenomen. Deze risico's moeten op een econometrisch gedegen wijze geschat worden. Hierbij moeten vooral ook goede schattingen verricht worden van de staartrisico's. Dit zijn de kansen op extreme realisaties, die groter zijn dan over het algemeen gedacht wordt. Stochastische simulaties gebaseerd op de specifieke beleggingsportefeuilles van individuele pensioenfondsen kunnen dan een goed beeld geven van de kans op onderdekking. Bucciol en Beetsma (2010a; 2010b) doen zulke simulaties voor een pensioensector gemodelleerd naar de Nederlandse situatie op basis van een schatting van de gezamenlijke verdeling van de voor pensioenfondsen relevante risico's. Afhankelijk van de verschillende varianten die ze bekijken, vinden zij een kans van minstens acht procent dat een fonds beneden de dekkinggraad van 105 procent komt, aanzienlijk hoger dus dan de grens die het FTK oplegt. DNB (2010b) suggereert om fondsspecifieke risico's, die bijvoorbeeld samenhangen met beleggingen in complexe financiële producten, in gedeeltelijke interne modellen op te nemen, om daarmee



Bron: Bloomberg, 18 oktober 2010

het vereiste eigen vermogen te bepalen dat de kans op onderdekking beperkt tot 2,5 procent. Hier kan men sceptisch over zijn omdat in Nederland op onvoldoende schaal de specialistische kennis aanwezig is om voor honderden pensioenfondsen goed functionerende interne modellen te ontwikkelen. Het probleem is juist dat al deze interne modellen uniek zijn. Een betere strategie voor de toezichhouder zou zijn om een aantal standaardmodellen te ontwikkelen die vooral verschillen in termen van beleggingsportefeuilles, en erop toe te zien dat een fonds niet te veel afwijkt van het voor hem relevante standaardmodel. Een voldoende algemeen geformuleerd standaardmodel kan een grote variatie aan beleggingsportefeuilles aan, door de relatieve gewichten van de verschillende beleggingsinstrumenten te variëren en de consequenties hiervan door stochastische simulaties te laten zien. Voor de meeste pensioenfondsen, vooral de kleinere met relatief weinig specialistische kennis, is het sowieso onwenselijk om ver van een standaardmodel af te wijken.

Uitwerking op conjunctuur en financiële markten

Het FTK is voornamelijk gericht op individuele fondsen en negeert daarmee de effecten op geaggregeerd niveau. Ten eerste geeft het FTK pensioenfondsen een stimulans om risicodragende beleggingen, dus vooral aandelen, af te stoten wanneer de dekkingsgraad te laag wordt. Immers, de vereiste buffer is kleiner naarmate de opbrengsten op de beleggingmix minder risico dragen. Herstel van de dekkingsgraad wordt daarmee echter moeilijker omdat het verwachte rendement op de nieuwe beleggingmix lager is dan voorheen. Bovendien, als pensioenfondsen massaal aandelen gaan verkopen, zal dit, gegeven de omvang van de pensioensector, de waarde van de aandelen verder naar beneden duwen en de problemen van de pensioenfondsen alleen maar verergeren. Iets soortgelijks speelt zich af op de swapmarkt. Bij dalende dekkingsgraden wordt de kans op onderdekking als gevolg van rentefluctuaties groter en krijgen fondsen dus een sterkere stimulans om het renterisico af te dekken. Het gevolg is niet alleen dat de mogelijkheden voor het fonds om van herstel te profiteren kleiner worden, maar ook dat, door de grotere vraag naar de lange swaprente, deze verder omlaag gedruwd wordt en de dekkingsgraad verder daalt. Deze twee effecten worden verkleind wanneer het FTK bij zijn eisen ten aanzien van het herstel en de buffers rekening houdt met het deel van de pensioenfondsen dat in de problemen zit. Uiteraard moet er wel voldoende stimulans overblijven om herstel door te voeren, dus dit vraagt om een zorgvuldige afweging. Toezicht op microniveau kan ook ongewenste effecten hebben op de reële economie. De ervaringen tijdens de vorige pensioen crisis een aantal jaren geleden hebben dat pijnlijk duidelijk gemaakt. Van Ewijk (2005) schrijft dat de abrupte premieverhogingen van vier tot vijf procentpunten gemiddeld

die toen zijn doorgevoerd het besteedbare inkomen zodanig onder druk hebben gezet dat daarmee het economische herstel is afgeremd. Nu dreigt hetzelfde plaats te vinden. Het FTK zou idealiter dus ook rekening houden met de conjuncturele situatie en langzamer herstel eisen bij laagconjunctuur dan bij hoogconjunctuur. Vanuit deze optiek bezien is het overigens wenselijk dat herstel vooral verloopt via beperking van de toeslagen, die meestal zijn gebaseerd op de prijs of loonontwikkeling, dan via het premie-instrument (Beetsma en Romp, 2009). Veranderingen in toeslagen hebben een relatief geringer effect op het besteedbare inkomen doordat ze slechts gedeeltelijk de gepensioneerden treffen. Hogere premies vertalen zich een-op-een in een verkleining van de besteedbare inkomens.

Conclusies

Met de verwachte overgang naar de nieuwe pensioencontracten zal ook het FTK worden aangepast. Het recente evaluatierapport van het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid en de suggesties van DNB voor verbeteringen in het FTK zullen hiervoor waarschijnlijk een startpunt vormen. Belangrijke tekortkomingen in het FTK die wel erkend worden, maar niet afdoende worden opgelost, zijn de problemen met het waarderen van verplichtingen op dagbasis en de spanning tussen het nominale kader en de reële ambities van pensioenfondsen. Een reëel FTK zou die spanning kunnen wegnemen. De toezichhouders gaan helaas niet in op de bijeffecten van toezicht op individuele fondsen voor de macro-economie en het functioneren van de financiële markten. Gegeven de omvang van onze pensioensector zou het toezicht hiermee rekening moeten houden. Specifiek zouden de eisen aan de herstelplannen af kunnen hangen van de conjuncturele situatie en het deel van de pensioensector dat moet herstellen.

LITERATUUR

- Beetsma, R. en W.E. Romp (2009) Herstelplannen, bestedings-effecten en continuïteit. *ESB*, 94(4558), 230-233.
- Beetsma, R. en S.J.G. van Wijnbergen (2009) Herstelbeleid pensioenfonds te star. *Het Financieel Dagblad*, 25 juni.
- Beetsma, R. en S.J.G. van Wijnbergen (2010) Waarschuwing aan nieuw kabinet: neem pensioenakkoord niet over. *NRC Handelsblad, Opinie & Debat*, 17/18 september.
- Buccioli, A. en R. Beetsma (2010a) Inter- and intra-generational consequences of pension buffer policy under demographic, financial and economic shocks, *CESifo Economic Studies*, 56(3), 366-403.
- Buccioli, A. en R. Beetsma (2010b) Consequences for welfare and pension buffers under alternative methods of discounting future pensions. *Journal of Pension Economics and Finance*, te verschijnen.
- De Nederlandsche Bank (2010a) *Monetaire en financiële statistieken Nederland*. Statistieken op www.statistics.dnb.nl/.
- De Nederlandsche Bank (2010b) *Kwartalbericht*, juni. Amsterdam: DNB.
- Ewijk, C. van (2005) Reform of occupational pensions in the Netherlands. *De Economist*, 153(3), 331-347.
- Frijns, J.M.G., J.A. Nijsen en L.J.R. Scholtens (2010) *Onzekere zekerheid*. Den Haag: Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer.
- Goudswaard, K.P., R.M.W.J. Beetsma, T.E. Nijman en P. Schnabel (2010) *Een sterke tweede pijler: naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen*. Den Haag: Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen.
- Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (2010) *Rapport evaluatie financieel toetsingskader. Kamerstuk*, 1 april.
- Stichting van de Arbeid (2010) *Pensioenakkoord voorjaar 2010*. Den Haag: Stichting van de Arbeid.