

# Macro-randvoorwaarden voor regulering pensioenfondsen

B.F.J. de Haas en D. Schoenmaker

*Schoenmaker is plaatsvervangend directeur Financiële Markten van het ministerie van Financiën en hoogleraar Finance, Banking and Insurance aan de Vrije Universiteit.*

*De Haas is plaatsvervangend hoofd van de afdeling Financiële Stabiliteit van het ministerie van Financiën.*

*Met dank aan Jaap Flikweert, Ben Geurts en Odile Nijenhuis voor commentaar.*

*b.f.j.haas@minfin.nl*

De vermogens-eisen voor pensioenfondsen zijn macro-economisch verantwoord mits pensioenfondsen in een periode van hoge beleggingsrendementen een buffer opbouwen. Versoepeling van de minimaal vereiste dekkingsgraad zou het pensioenrisico verschuiven naar toekomstige generaties.

## Micro en macro

In het toezicht op financiële instellingen worden twee dimensies onderscheiden. Allereerst is er de microprudentiële doelstelling, bijvoorbeeld het voorkomen van een bankfaillissement, omdat dit vermogensverlies veroorzaakt voor depositohouders. Bij pensioenfondsen gaat het om het voorkomen van het korten op de rechten van deelnemers. Daarnaast kent toezicht een macroprudentiële doelstelling: het voorkomen of beperken van een crisis in het financiële stelsel omdat dit welvaartsverlies veroorzaakt voor alle burgers.

In een macroprudentieel perspectief ligt het accent op de vraag tegen welke prijs de gezondheid van financiële instellingen wordt gewaarborgd. Strikte en rigide kapitaaleisen kunnen de marktdynamiek beperken of leiden tot procyclisch gedrag van financiële instellingen. Dat laatste gebeurt bijvoorbeeld als de toezichtnormen onvoldoende rekening houden met het risico van een zeepbel op financiële markten. Als banken ogenschijnlijk hoge buffers hebben, maar de waarde van activa geflatteerd wordt door overwaardering op de aandelenbeurzen of de vastgoedmarkt, kan dit via overmatige kredietverlening uitmonden in een financiële crisis. Macroprudentieel toezicht beoogt zulke zeepbeffecten te voorkomen door van financiële instellingen te verlangen dat ze in goede tijden een buffer aanleggen. In slechte tijden kunnen ze daarop interen. Op die manier wordt voorkomen dat banken via kredietrantsoenering de economische neergang verdiepen. Bij verzekeraars en pensioenfondsen loopt het procyclische transmissiekanaal niet via kredietverlening, maar via een verhoging van het risicoprofiel van de beleggingsportefeuille in goede tijden en een vlucht naar zekerheid in slechte tijden.

Volgens de theorie over economisch beleid van Tinbergen kan met één beleidsinstrument slechts één onafhankelijke doelstelling worden bereikt. Kapitaaleisen zijn bedoeld als middel om het microprudentiële doel van toezicht te bereiken, net als regels voor de berekening van de kostendekkende premie. Dat stelt grenzen aan wat verder met regulering van financiële instellingen bereikt kan worden, bijvoorbeeld het beperken van procyclische effecten. Het optimale niveau van kapitaaleisen kan niet worden afgeleid uit macro-economische criteria zolang de bescherming van deelnemersrechten voorop staat.

## Toezichtpijlers

Kapitaaleisen moeten rekening houden met de specifieke risico's die een financiële instelling loopt. Bij pensioenfondsen zijn dit vooral het beleggingsrisico, waaronder het renterisico<sup>1</sup>, en het langlevensrisico. De kwaliteit van het risicobeheer en de interne controle op krediet- of beleggingsbeslissingen zijn eveneens van belang voor de soliditeit van een instelling. Daarnaast is bekend dat financiële markten – zijnde de professionele vermogensbeheerders, kredietbeoordelaars en beleggingsanalisten – inzicht in het risicoprofiel van beursgenoteerde instellingen wensen. Markttransparantie zorgt voor discipline, zodat instellingen er uit zichzelf voor zorgen dat zij (ruim) boven de minimale kapitaaleisen zitten.

Het nieuwe internationale raamwerk voor banktoezicht (Bazel II) steunt daarom op drie pijlers:

- kwantitatieve kapitaaleisen die afgestemd zijn op kredietrisico, marktrisico en operationeel risico;
- een kwalitatieve toets van de toezichthouder op risicobeheer en risicomodellen; in een goed model wordt gecorrigeerd voor de vertekening van conjunctuurschommelingen op de kans op wanbetalingen;
- markttransparantie: banken moeten gegevens publiceren die marktpartijen inzicht geven in het risicoprofiel.

Deze driepijlerstructuur zal ook gebruikt worden in het toekomstige Europese raamwerk voor prudentieel toezicht op verzekeraars (Solvency II). Anders dan Bazel II zal Solvency II gaan werken met een dubbele solvabiliteitseis: een minimumkapitaaleis en een streefnorm. De minimumkapitaaleis is een keiharde bodem. Als een verzekeraar daaronder zakt, staan de rechten van polishouders op het spel en neemt de toezichthouder harde maatregelen. De streefnorm is een evenwichtsnorm, die gebaseerd wordt op een zekerheidsmaat, bijvoorbeeld: de kans op onderdekking over één jaar mag niet groter zijn dan 0,5%. Die streefnorm

<sup>1</sup> Het renterisico ontstaat bij marktwaardering van verplichtingen, en betreft de gevoeligheid van de dekkingsgraad voor renteveranderingen doordat de gemiddelde looptijd (*duration*) van de obligatieportefeuille korter is dan de gemiddelde looptijd van de pensioenverplichtingen.

moet ervoor zorgen dat een verzekeraar ook in scenario's met grote tegenvallers kan voldoen aan zijn verplichtingen en niet meteen onder de minimumeis zakt. Als een verzekeraar onder de streefnorm zakt, mag de toezichthouder herstelmaatregelen verlangen waarvan de zwaarte afhangt van de afwijking van de streefnorm. Dit voorkomt dat pas in een crisissituatie wordt opgetreden en beperkt de procyclische effecten die kunnen ontstaan als uitsluitend een (lage) minimumnorm wordt gehanteerd.

### Sponsorrisico

Een fundamenteel verschil met banken en verzekeraars is dat pensioenfondsen per definitie geen aandeelhouders hebben. Marktdiscipline heeft daarom nooit een rol van betekenis gespeeld als bewaker van de soliditeit van pensioenfondsen. Omdat de onderneming een belangrijke financier van het pensioenfonds is en deze failliet kan gaan, zoals in de jaren dertig van de vorige eeuw bleek, wordt sinds de inwerkingtreding van de Pensioen- en Spaarfondsenwet uitgegaan van kapitaaldekking, zonder dat deze overigens scherp gedefinieerd was. Bij een faillissement van een onderneming kan een eventueel tekort namelijk niet meer worden ingelopen door stortingen van de werkgever. Dit faillissementsrisico wordt vaak onderschat, ook door professionele marktpartijen. Aan de vooravond van zijn faillissement, in december 2001, was de *rating* van Enron door geen enkele kredietbeoordelaar verlaagd tot onder *investment grade*, het niveau dat de meeste vermogensbeheerders aanhouden voor beleggingen in obligaties. Het voorbeeld van Enron is extreem, omdat diverse zakenbanken hadden meegeholpen om de abominabele financiële situatie te verbloemen in de jaarverslagen, maar het illustreert dat zelfs de bijdrage van een gerenommeerde onderneming aan het pensioenfonds niet tot in de eeuwigheid gegarandeerd is. Het sponsorrisico is iets geringer bij bedrijfstakpensioenfondsen, omdat het gespreid is over ondernemingen, maar ook bedrijfstakken komen op en gaan onder. Alleen de overheid heeft het eeuwige leven en kan altijd belasting heffen. Dat ook voor pensioenfondsen in de collectieve sector een minimumdekkingsgraad is gaan gelden, kan gezien worden als een manier om toekomstige belastingbetalers te beschermen tegen een afwenteling van de premiebijdragen door de huidige generatie belastingbetalers.

Door nieuwe internationale regels voor jaarverslaggeving (IAS 19) hebben ondernemingspensioenfondsen tegenwoordig wel indirect te maken met marktdiscipline. Vanaf 2005 moeten ondernemingen voor de financiering van pensioenverplichtingen kiezen tussen twee varianten. Zij kunnen zich vastleggen op een pensioenverplichting voor het personeel, met een openeinde-financiering. In dat geval moet dekkingstekorten en -overschotten van het pensioenfonds worden gemeld op de balans van de onderneming. Zo zullen overschotten of tekorten in het pensioenfonds, uitgesmeerd over een periode van maximaal tien jaar, het vermogen en de resultaten van de onderneming beïnvloeden. Het alternatief voor ondernemingen is om zich slechts te verplichten tot een premiebijdrage aan het pensioenfonds, zonder bijstortverplichting voor het geval de resultaten tegenvallen. IAS 19 creëert meer helderheid over de verdeling van financiële bijdragen en risico's tussen onderneming en deelnemers. Het maakt duidelijk welke pensioenverplichtingen ondernemingen op zich hebben genomen. Ondernemingen die vasthouden aan een pensioentoezegging zullen erop toezien dat het pensioenfonds goed gekapitaliseerd is en een verantwoord risicoprofiel heeft in zijn

beleggingen. Het alternatief is dat ondernemingen overstappen op een toezegging tot een bijdrage aan het pensioenfonds (collectieve *defined contribution*) in plaats van een pensioentoezegging (collectieve *defined benefit*).

### Kapitaaleisen

Het Financieel Toetsingskader (FTK) voor pensioenfondsen is gebaseerd op een dubbele solvabiliteitseis zoals de EU gaat invoeren voor verzekeraars. Deze solvabiliteitseisen gelden voor de onvoorwaardelijke pensioentoezegging. Gewoonlijk is dat een pensioen in nominale termen, een bedrag, omdat de kostendeekkende premie van een onvoorwaardelijk aan de inflatie geïndexeerd pensioen te duur wordt gevonden. De meeste pensioenfondsen laten indexatie afhangen van eventuele reserves boven de vereiste buffer.

Het FTK combineert een harde bodem voor het vereist eigen vermogen, bedoeld om de rechten van pensioendeelnemers te waarborgen, met een verplichting om een buffer aan te houden. Deze voorkomt dat bij tegenvallende beleggingsrendementen op deze rechten gekort moet worden. Als een pensioenfonds onder een minimumdekkingsgraad van 105% zakt, moet de onderdekking binnen één jaar hersteld zijn. Hierbij mag de toezichthouder maatwerk toepassen, wat in de praktijk ook gebeurt. De streefdekkingsgraad is gebaseerd op een zekerheidsmaat van 97,5%. Dat wil zeggen: de kans dat een pensioenfonds door tegenvallers binnen één jaar met zijn dekkingsgraad onder 100% zakt, mag niet groter zijn dan 2,5%. Voor een doorsnee pensioenfonds, dat voor 50% belegt in zakelijke waarden (aandelen en vastgoed) en 50% in obligaties, komt dit neer op een dekkingsgraad van ten hoogste 130%. Als een pensioenfonds onder de streefnorm zakt, krijgt het maximaal 15 jaar om dit te herstellen. Deze lange hersteltermijn, ruim twee keer zo lang als de gemiddelde duur van een conjunctuurcyclus, is bedoeld om eventuele premieverhogingen te dempen. Ten derde mogen in een uitzonderlijke situatie, waarbij een groot aantal pensioenfondsen te maken heeft met een forse daling van het eigen vermogen, de hersteltermijnen van 1 en 15 jaar verlengd worden.

De essentie van het FTK is dat in goede tijden wordt gereserveerd voor slechte tijden. Alleen dan wordt voorkomen dat scherpe premieschommelingen tot procyclische effecten leiden. Een pensioenfonds dat met zijn dekkingsgraad dichtbij 130% zit, zal niet snel onder de 105% zakken. Een pensioenfonds dat ernaar streeft (ruim) boven de 130%-grens te blijven, loopt nog minder risico om door de toezichthouder gedwongen te worden tot herstel. In de jaren negentig hebben pensioenfondsen hier een steek laten vallen door in een periode van hoge rendementen onvoldoende buffers op te bouwen. De analogie met anticyclisch begrotingsbeleid dringt zich op. Ook dat werkt alleen als tijdens de hoogconjunctuur wordt gespaard voor de laagconjunctuur.

### Kritiek

De kritiek op het FTK spitst zich toe op de minimumeis van 105% in combinatie met de hersteltermijn van één jaar. Deze korte hersteltermijn zou tot extreme premieverhogingen dwingen die onbetaalbaar zijn voor de bedrijfstak c.q. onderneming, dan wel schadelijk voor de economie als geheel. Pensioenfondsen die het risico van onderdekking niet willen lopen, zouden worden gedwongen om een risicomijdende portefeuille aan te houden – veel obligaties, weinig aandelen – wat tot lagere beleggingsrendementen en hogere pensioenpremies leidt.

De vrees voor de 105%-eis is toegenomen door het vooruitzicht dat pensioenfondsen hun verplichtingen per 2006 tegen de marktrente moeten waarderen in plaats van tegen de huidige vaste rekenrente van 4%. Aanvankelijk was de verwachting dat de marktrente boven de 4% zou liggen, waardoor de gedisconterde waarde van pensioenverplichtingen zou dalen. Nu de lange rente echter op een historisch laag niveau ligt, zal de overgang naar marktwaardering de gemiddelde dekkingsgraad van pensioenfondsen drukken. Doordat de invoering van het FTK is uitgesteld tot 2007 is de (vermeende) dreiging van marktwaardering minder acuut geworden, maar de angst voor dit renterisico is niet verdwenen.

Het effect van de huidige lage rente op de dekkingsgraad is echter geen doorslaggevend argument in de kritiek op de 105%-eis. Al voordat de marktrente naar uitzonderlijk laag peil zakte, werd deze solvabiliteitseis door sommigen als een (te) knellend keurslijf gezien. Daarom abstraheren we nu van de discussie over het effect van marktwaardering op premievolatiliteit. De wezenlijke vraag is of het nodig is om een pensioenfonds slechts één jaar de tijd te geven als de dekkingsgraad door tegenvalende beleggingsrendementen (niet door een rentedaling) onder de 105% zakt. Bij de beantwoording van deze vraag is het nuttig om drie zaken voor ogen te houden:

- 1 Door de beursmalaise tussen 2000 en 2002 daalde de dekkingsgraad van pensioenfondsen, bij een vaste rekenrente van 4%, van 150% in 1999 in drie jaar tijd tot net onder de 110%. Hoge buffers bleken dus geen luxe.
- 2 Eind 2002 kampten 190 fondsen met een dekkingstekort (< 105%) en bijna 400 fondsen met een reservetekort (< 130%). Eind 2004 was het aantal fondsen met een dekkingstekort teruggelopen tot 8, terwijl het aantal fondsen met een reservetekort nog altijd 303 bedroeg. Zelfs met inbegrip van een versoering van regelingen zijn de herstellpremies die pensioenfondsen momenteel heffen dus nodig voor de 130%-buffer tegen beleggingsrisico's, niet voor herstel tot de 105%-eis.
- 3 Eind 2004 lag de gemiddelde dekkingsgraad op 122%. Deze dekkingsgraad betreft nominale pensioentoezeggingen. Om een waardevast pensioen in het vooruitzicht te stellen moet de dekkingsgraad van pensioenfondsen rond 150% van de nominale verplichtingen liggen.

Pensioenfondsen danken hun bestaansrecht vooral aan het feit dat zij deelnemers uitzicht bieden op een waarde- of zelfs welvaartsvast pensioen. Dat doen zij door het beleggingsrisico te spreiden over verschillende generaties. Met een nominaal gegarandeerd pensioen onderscheidt een pensioenfonds zich niet van een levensverzekeraar, die eventueel ook een winstdelingsregeling kan aanbieden, zodat de polishouder meeprofitereert van meevallende beleggingsrendementen. Een zichzelf respecterend pensioenfonds blijft daarom uit zichzelf ruim boven de 105%-dekkingsgraad.

Critici van de hersteltermijn van één jaar benadrukken de torenhoge herstellpremies die in een situatie met dekkingstekort betaald moeten worden. Het premie-instrument is echter niet het enige instrument om de dekkingsgraad binnen een jaar te herstellen. Sterker nog, door de vergrijzing wordt het premie-instrument steeds minder effectief. Een veel belangrijker manier om het beleggingsrisico te verdelen tussen generaties en te reageren op schokken in beleggingsrendementen, is variabele indexatie. Indexatie is een onderdeel van het pensioencontract

waaraan een stevig prijskaartje hangt, tenzij jaarlijks beslist kan worden of er geïndexeerd wordt. Ook andere onderdelen van het pensioencontract kunnen aangepast worden, zoals de toekomstige opbouw van rechten, de premieverdeling tussen werkgevers en werknemers, en – in samenhang met de dekkingsgraad – de premieverdeling tussen de huidige generatie werknemers en de toekomstige generatie. Daarbij is een handicap voor de toekomstige generatie dat zij niet aan de onderhandelingstafel zit, wat de rol van het toezicht zwaarder maakt.

Degenen die pleiten voor het verlengen van de hersteltermijn van één jaar bij onderdekking, benadrukken verder dat pensioenfondsen een langetermijnbeleggingshorizon hebben, zeker pensioenfondsen met relatief veel jonge deelnemers. Vanwege hun lange adem zouden zij niet door toezichtseisen belemmerd moeten worden om een aanzienlijk deel van de portefeuille in aandelen te beleggen. Immers, met aandelen zijn in het verleden hogere rendementen gehaald dan met obligaties. Het FTK zou pensioenfondsen de tijd moeten gunnen om via beursherstel uit de problemen te komen.

### Toekomstige generaties

Het mag duidelijk zijn dat een situatie van langdurige onderdekking betekent dat het beleggingsrisico naar toekomstige generaties wordt geschoven. Die generaties moeten maar afwachten of in het verleden behaalde rendementen op aandelen een garantie voor de toekomst vormen. De vraag is of jonge pensioendeelnemers deze verhouding tussen risico en verwacht rendement aantrekkelijk vinden. Zo niet, dan kunnen zij in opstand komen tegen het pensioencontract, of een baan zoeken in een sector met een betere verhouding tussen ingelegde premie en verwacht pensioen. Langdurige onderdekking vormt dus een belemmering voor de arbeidsmobiliteit, zowel voor het vertrek van zittend personeel als voor het aantrekken van nieuwe medewerkers.

### Conclusie

De weging van risico is afhankelijk van de conjunctuur en verandert in de tijd. Deze veranderingen in risicoperceptie en risicobereidheid werken procyclisch. Het FTK voor pensioenfondsen maakt het mogelijk dat de bescherming van rechten van pensioendeelnemers binnen verantwoorde macro-economische kaders plaatsvindt. De lange hersteltermijn bij reservetekorten, de toegestane flexibiliteit in methoden van indexatie en de mogelijkheid om bij de kostendekkende premie gebruik te maken van historisch gemiddelde of verwachte rendementen, zijn stuk voor stuk anticyclische elementen. Echter, een FTK dat langdurige onderdekking of lage buffers toestaat, vermindert de arbeidsmobiliteit en riskeert de continuïteit van het pensioenstelsel als jonge deelnemers besluiten uit het stelsel te stappen. Dan komen de rechten van alle pensioendeelnemers op het spel te staan. ■

**Bruno de Haas en Dirk Schoenmaker**

### Literatuur

- Borio, C. (2003) *Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?* BIS Working Papers, 128.
- Bovenberg, A.L. (2005) Het optimale pensioencontract. In: *Vergezichten – afscheidsbundel voor Jean Frijns, 91-94*. Driebergen: Riskmatrix.
- Centraal Planbureau (2004) *Zekerheid in het geding – Analyse van het Financieel Toetsingskader van pensioenfondsen*. Den Haag: Centraal Planbureau.