



L. Spierdijk

Spierdijk is verbonden aan het FELab van de Universiteit Twente. Met dank aan Eduard Ponds, Olaf Sleijpen, Onno Steenbeek en Casper de Vries voor hun commentaar op een eerdere versie van dit artikel.
l.spierdijk@ewi.utwente.nl

Pensioenen nu en in de toekomst

Een aantal aspecten van de aankomende nieuwe regelgeving voor het toezicht op pensioenfondsen heeft potentieel nadelige macro-economische gevolgen.

Dit is het achtste deel in de serie Pensioenvraagstukken in macro-perspectief die in najaar 2005 verschijnt. In deze ESB-serie staat de samenhang tussen de pensioensector en diverse markten centraal.

Nieuwe regelgeving is een geliefd thema op pensioenconferenties, die de laatste maanden zeer talrijk zijn. Dit artikel beoordeelt de nieuwe regels, met als belangrijk criterium de potentiële macro-effecten en doet suggesties voor aanpassing en aanvulling. Het weerspiegelt onder meer de meningen opgetekend tijdens een door Erasmus Center for Financial Research (ECFR) en Netspar georganiseerde Pensioendag in Rotterdam.

Stellingen

- *Het FTK is een stap in de goede richting.*
- *De focus op gegarandeerde nominale i.p.v. geïndexeerde verplichtingen zet aan tot verkeerd beleid.*
- *Positieve welvaartseffecten van collectieve regelingen dreigen verloren te gaan door risicomijdend gedrag van toezichthouder en pensioenfondsen.*
- *De hersteltermijn bij onderdekking moet worden verlengd.*
- *Omdat oneerlijke pensioencontracten de grootste bedreiging voor het Nederlandse pensioensysteem vormen, zou een maatstaf voor eerlijkheid onderdeel moeten worden van de continuïteitstoets van het FTK.*
- *De overheid moet krachtig inzetten op flexibilisering van de pensioenleeftijd: er bestaat geen effectiever wapen tegen te lage pensioenuitkeringen dan langer werken.*

FTK: stap in goede richting

Sprekers en schrijvers waren het eens over de stelling dat het nieuwe Financieel Toetsingskader (FTK) een stap in de goede richting is. Tevredenheid betreft vooral de marktwaardering van de verplichtingen, de kostendekkende premie en de grotere transparantie. Waar tot voor kort op een boekhoudkundige manier naar de verplichtingen werd gekeken, wordt binnen het FTK werkelijk de marktwaarde bepaald met behulp van de actuele marktrente. De gerapporteerde financiële positie van een pensioenfonds wordt hierdoor veel meer dan voorheen beïnvloed door renteontwikkelingen. Fondsen kunnen er voor kiezen de beleggingsportefeuille zodanig in te richten, dat het rente-effect (enigszins) wordt geneutraliseerd (voor beleidsopties en hun mogelijke effecten, zie Hoevenaars et al., 2005; Arnold, 2005). Daarnaast moet de pensioenpremie kostendekkend zijn en zijn grepen uit de kas door de sponsors minder eenvoudig. In het algemeen is de transparantie van pensioenfondsen sterk verbeterd en zijn besturen en uitvoerders beter af te rekenen op hun daden, zowel door de toezicht-

houder zelf als door de deelnemer. De Autoriteit Financiële Markten kijkt mee en let erop dat pensioenfondsen niet te veel of te weinig beloven.

Kortzichtigheid

Niet alle nieuwe regels zijn echter met gejuich ontvangen. Zowel tijdens de discussies als in de serie ESB-artikelen kwam een aantal onwenselijke aspecten van het FTK naar voren. Een belangrijk punt van kritiek is dat pensioenfondsen door de toezichthouder uitsluitend worden afgerekend op de mate waarin zij aan hun gegarandeerde nominale verplichtingen kunnen voldoen. Dit impliceert dat de meeste fondsen zich zullen richten op de nominale, niet-geïndexeerde verplichtingen. Bovendien zullen de reële verplichtingen – dus inclusief indexatie – uitsluitend in de kostendekkende premie worden meegenomen en zelfs dan vaak slechts als sluitpost.

Collectief versus individueel

Onder druk van de nieuwe regels hebben sommige pensioenfondsbesturen met een lage dekkingsgraad besloten over te stappen van een collectieve (*defined benefit*) op een individuele pensioenregeling (*defined contribution*). Zij wentelen daarmee alle risico's af op de individuele deelnemer. Als dit het begin is van een trend, is dat buitengewoon onwenselijk, omdat het collectieve systeem vele voordelen biedt ten opzichte van individuele regelingen. Denk hierbij vooral aan lagere beleggingskosten, lagere uitvoeringskosten, betere diversificatie van de beleggingen, minder renterisico bij pensionering en efficiënte risicodeling tussen generaties. Tijdens een recente Netspar-pensioendag kwamen de sprekers vanuit verschillende disciplines en invalshoeken tot de conclusie dat al deze ingrediënten samen tot positieve welvaartseffecten leiden. De omvang van dit effect werd geschat op 3% tot 8% van het looninkomen.

Obligaties in plaats van aandelen

Een ander gevaar van focus op de gegarandeerde, nominale verplichtingen is dat pensioenfondsen aandelen door obligaties vervangen in de beleggingsportefeuille. De laagrenderende beleggingen in de nominaal risicoloze staatsleningen vangen het fonds namelijk in een 'solvabiliteitsval'. Zonder vermogensinjectie van buitenaf of een stevige verhoging van de premie is daar niet uit te komen. Van Ewijk (2005) liet zien dat bij voorzichtige veronderstellingen een geïndexeed pensioen voor een 45-jarige premiebetaler uiteindelijk tweemaal zo hoog is als een pensioen dat de prijsontwikkelingen niet volgt. Als een fonds bij een lage

dekkingsgraad een perfecte match creëert tussen beleggingen en verplichtingen, dan geeft het impliciet de ambitie op om ooit nog indexatie te verlenen. Om *meer* rendement te genereren ten behoeve van indexatie, is het nemen van risico's onvermijdelijk. Aangezien de pensioensector van nature een zeer lange horizon heeft, zou het nemen van verstandige beleggingsrisico's tot de kernactiviteit moeten blijven behoren.

Vraag en aanbod

Mochten fondsen er toch voor kiezen, of ertoe gedwongen worden, om massaal uit aandelen te stappen, dan worden de huidige pensioenregelingen onbetaalbaar. Daarnaast zijn er nog andere nadelige gevolgen. De aandelenmarkten in de ontwikkelde landen zijn op grote schaal geïnstitutionaliseerd: institutionele beleggers – waaronder pensioenfondsen – hebben een substantieel deel van de markt in handen. Indien pensioenfondsen hun aandelen massaal van de hand doen, vindt er een ware aardverschuiving plaats. Om genoeg individuele beleggers te vinden die bereid zijn om ondernemingsrisico te dragen, zijn enorme koersdalingen nodig. Dit zal onmiddellijk ontaarden in een neerwaartse spiraal: als aandelenkoersen dalen, verliezen individuele beleggers hun vertrouwen en zullen zij nog minder bereid zijn om posities in aandelen te nemen. Om hen toch zover te krijgen, moeten de aandelenkoersen nog verder dalen, enzovoort. Tijdens de beurskrach van 2001-2002 hebben we van een soortgelijke situatie al een glimp kunnen opvangen. Daarnaast is recent aangetoond dat institutionele beleggers als het ware de smeerolie van de aandelenbeurzen zijn: de efficiëntie van markten neemt toe met de mate van institutionalisering (zie Boehmer et al., 2005). Aangezien iedereen gebaat is bij efficiënte aandelenbeurzen die snel en adequaat reageren op informatie, is het massaal uittreden van pensioenfondsen ook vanuit dit perspectief ongunstig.

Ook zal het massaal uit aandelen stappen door pensioenfondsen de economische groei nadelig beïnvloeden. Omdat economische groei voor een belangrijk deel voortkomt uit risicovolle ondernemingen die met (durf)kapitaal worden gefinancierd, zal een financieringsstop door de pensioenfondsen een negatieve invloed hebben op het groeipercentage van de economie.

Kortom, de huidige regels sturen aan op een risicomijdend, 'bijziend' beleggingsbeleid van pensioenfondsen, dat macro-economisch gezien zeer nadelig kan uitpakken.

Slechte regels in plaats van goede principes

DNB heeft meermalen aangegeven zogenaamd *principle-based* toezicht voor te staan, in plaats van *rules-based*, dus heldere algemene richtlijnen in plaats van rigide specifieke regels. Zowel pensioenfondsen als toezichthouder streven naar een gezonde sector en betaalbare pensioenen. Het zou dus niet nodig moeten zijn een lange lijst gedetailleerde regeltjes op te stellen, die bovendien waarschijnlijk regelmatig moeten worden herzien. In de praktijk lijkt de toezichthouder echter koste wat kost elk risico op de korte termijn uit te willen bannen en de neiging nauwelijks te kunnen onderdrukken om via strakke regels de sector onder controle te houden. Dit is jammer en getuigt van te weinig vertrouwen in de capaciteiten en goede wil van de pensioenfondsenbesturen.

Eénjaars hersteltermijn

Een goed voorbeeld van een regel die voorrang krijgt boven principes van goed toezicht is de hersteltermijn van een jaar bij onderdekking. Duidt de dekkingsgraad van een fonds namelijk onder 105%, dan eist DNB in de huidige plannen dat de buffer binnen twaalf maanden weer minimaal 5% is. Tijdens de conferentie ageerden zowel pensioenfondsen als wetenschappers tegen deze termijn. Allereerst bleken financiële markten over een wat langere herstelperiode al een positieve bijdrage te leveren. Bovendien waren de noodzakelijke maatregelen dermate draconisch, dat deze vanuit macroperspectief veel beter over een wat langere periode kunnen worden uitgesmeerd (zie bijvoorbeeld Hoevenaars et al., 2005). DNB leek echter niet te vermurwen een langere herstelperiode te overwegen. De belangrijkste motivatie leek te zijn dat de toezichthouder niet *ex ante* al een langere termijn zou willen toestaan, maar dat *ex post* een langere termijn waarschijnlijk is, zeker als de oorzaak bijvoorbeeld een lagere rente is waar vrijwel alle fondsen last van zouden hebben. Een generiek langere hersteltermijn voorkomt grote nadelige macro-economische repercussies, maar in ieder geval zou moeten worden vastgelegd dat bij een substantiële daling van de kapitaalmarktrente (bijvoorbeeld 0,5 procentpunt) een langere hersteltermijn geldt (bijvoorbeeld drie jaar).

Continuïteitstoets

Een tweede voorbeeld is de continuïteitstoets, waarmee fondsen onder andere moeten gaan bepalen hoeveel zij op termijn aan indexatie denken te kunnen uitbetalen. Het probleem is nu dat fondsen niet mogen uitgaan van hun eigen analyses en verwachtingen, maar gebonden zijn aan de zeer conservatieve grenzen op de relevante parameters die door DNB gesteld zijn.¹ DNB zegt te willen voorkomen dat fondsen hun toekomst te rooskleurig voorspiegelen aan de deelnemers, maar men schiet door naar de andere kant. Zo zou een fonds op grond van zorgvuldige berekeningen bijvoorbeeld kunnen verwachten de komende jaren 80% van de maximale indexatie te kunnen uitbetalen, maar door de regels gedwongen worden aan zijn deelnemers niet meer dan 60% te beloven. Mocht een fonds nu een aantal jaren achter elkaar inderdaad 80% uitbetalen, dan trekt de Autoriteit Financiële Markten eveneens aan de bel. Fondsen mogen namelijk niet te veel beloven, maar ook niet te weinig. Hier klopt dus iets niet, maar DNB houdt vooralsnog vast aan de 'prudente' uitgangspunten.

Ontbrekende regels

Hoewel het FTK een stap in de goede richting is, wordt een aantal belangrijke punten over het hoofd gezien.

Eerlijk duurt het langst

Een van de manieren om de duurzaamheid van pensioenregelingen te bevorderen, is door duidelijk te laten zien dat voor elk van de betrokkenen zoveel mogelijk sprake is van een balans tussen baten en lasten. Ponds (2005) presenteert een

¹ Er moet gewerkt worden met geometrische gemiddelde verwachte rendementen, terwijl de grenzen in het FTK rekenkundig zijn. De rekenkundige bovengrens van de risicopremie op aandelen is bijvoorbeeld 3%, hetgeen zich vertaalt in een geometrische bovengrens van ongeveer 1,8 procent (3% rekenkundig met een volatiliteit van 15%). Wetenschappelijk onderzoek komt op basis van verschillende methoden vrijwel zonder uitzondering op hogere cijfers uit.

methode, *value-based generational accounting*, waarmee de eerlijkheid van pensioencontracten kan worden beoordeeld. Hij laat onder meer zien hoe deelnemers aan pensioenfondsen in de jaren negentig te weinig betaalden voor het beloofde pensioenproduct, waardoor kosten afgewenteld werden op jongere generaties. Ten behoeve van de houdbaarheid van het collectieve Nederlandse pensioensysteem verdient het aanbeveling deze methode toe te passen op de pensioencontracten in de hele sector. Ook al is een werknemer verplicht aangesloten bij een pensioenfonds, men moet in elk geval het gevoel hebben eerlijk behandeld te worden. Een *generationele eerlijkheidstoets* zou daarom onderdeel moeten worden van de continuïteitstoets onder het FTK en communicatie van de resultaten aan alle deelnemers zou verplicht moeten worden gesteld.

Flexibele pensioenleeftijd

Een duurzaam pensioenproduct is transparant en realistisch en verdeelt mee- en tegenvallers eerlijk over de verschillende generaties. Het is voor pensioenfondsen van levensbelang dat zij kunnen meedemen met ontwikkelingen in economie en financiële markten. Het is logisch dat in dit kader ook de pensioenleeftijd ter sprake komt, maar een algemene verhoging van de pensioenleeftijd lijkt nog altijd controversieel. Eigenlijk is dat vreemd, want mensen leven steeds langer. Gemiddeld moet in veertig arbeidsjaren tegenwoordig het inkomen voor vijftien pensioenjaren worden veiliggesteld en dat is alweer zo'n twee jaar langer dan in 1995. Later met pensioen gaan is een effectief middel tegen een te lage pensioenuitkering en het kan ook bijdragen aan de versterking van de buffers van pensioenfondsen. Tevens stimuleert langer doorwerken de consumptieve bestedingen doordat cohorten langer doorwerken en meer te besteden hebben tijdens het actieve leven.

Als de extra ingelegde premie en minder ontvangen uitkeringen (door het langer doorwerken) volledig worden aangevend om de resterende pensioenuitkeringen te verhogen, kan dit tot forse effecten leiden. Eén jaar langer werken en premie afdragen, levert naar verwachting een 9% hoger pensioen op (Ponds, 2001).

Een alternatief voor hogere uitkering is lagere premie. Het effect hiervan zal sterk afhangen van de leeftijd van de deelnemer: hoe jonger, des te kleiner de premieverlaging. Uiteraard heeft een verhoging van de pensioenleeftijd alleen een positief effect op de buffers van een pensioenfonds bij geen of slechts gedeeltelijke correctie van de latere pensioenleeftijd (zie ook Van Rooij et al., 2005).

Een andere mogelijkheid is een flexibele pensioenleeftijd. In theorie zou men de pensioenleeftijd afhankelijk kunnen maken van de dekkingsgraad (zie bijvoorbeeld Bovenberg, 2003), maar in de praktijk lijkt dit buitengewoon lastig te realiseren. Realistischer is het flexibel maken van de pensioenleeftijd. Een algemene regel zou bijvoorbeeld kunnen zijn, dat iedereen het moment van uittreden kan kiezen tussen de zestigste en zeventigste verjaardag. Hoe eerder men ermee ophoudt, des te lager het pensioen uiteraard. Dit sluit tevens uitstekend aan op de hierboven beschreven behoefte aan individuele keuzevrijheid.

Ontbrekende instrumenten

Op dit moment zijn financiële markten niet volledig in staat om aan de behoeften van pensioenfondsen te voldoen, aangezien adequate indexeringen voornamelijk ontbreken. Hoewel

Europese indexeringen op relatief bescheiden schaal bestaan, zijn deze slechts waardevast ten opzichte van de Europese inflatie via de koppeling aan €HIPCx-index.² Specifieke instrumenten op Nederlands niveau zijn voornamelijk niet aanwezig. Gegeven de substantiële verschillen in nationale inflatie tussen de EMU-landen, zijn zulke instrumenten wel hard nodig. Wij zijn het dan ook eens met Arnold (2005) die stelt dat bij de Nederlandse overheid aangedrongen moet worden op het uitgeven van dergelijke producten.

Conclusie

Het FTK is een stap in de goede richting, al wordt een aantal nieuwe regels als te rigide gezien. Het lijkt er soms op dat DNB koste wat kost alle risico's uit het systeem wil bannen. Juist voor een sector die het nemen van verantwoorde risico's als kernactiviteit heeft, is dit onverstandig. Het kan op lange termijn zelfs het tegenovergestelde effect hebben, omdat de huidige pensioenregelingen niet betaalbaar zijn zonder het nemen van enig (beleggings)risico.

De overheid kan een bijdrage leveren, door krachtig in te zetten op flexibilisering van de pensioenleeftijd. Er is op lange termijn geen effectiever middel tegen te lage pensioenuitkeringen of te hoge premie dan langer werken. Tot slot missen wij voor het beoordelen van de toekomst van de pensioensector een eerlijkheidstoets. ■

Laura Spierdijk

Literatuur

- Arnold, I. (2005) De publieke casus voor indexeringen. *ESB*, 21 oktober, 457-459.
- Bikker, J.A. & L. Spierdijk (2004) Invloed institutionele beleggers op beurskoersen. *Bank- en Effectenbedrijf*, 6, 12-15.
- Boehmer, E., E. Kelly & C.A. Pirinsky (2005) *Institutional investors and the informational efficiency of prices*. Texas A&M University, mimeo.
- Bovenberg, L. (2003) Pensioenleeftijd als buffer. *ESB*, 12 december, 584-586.
- Ewijk, C. van (2005) *Macro-economische effecten van het FTK*. Presentatie tijdens ECFR-Netspar Pensioendag, 9 september.
- Hovenaars, R.P.M.M., O.C.H.M. Sleijpen & O.W. Steenbeek (2005) Het financiële toetsingskader onder de loep. *ESB*, 7 oktober, 434-437.
- Ponds, E.H.M. (2001) Oogsten of doorwerken? *ESB Dossier*, 26 november, D25-D27.
- Ponds, E.H.M. (2005) Waardeoverdrachten tussen generaties. *ESB*, 23 september, 415-417.
- Rooij, M.C.J., A.H. Siegmans, & P.J.G. Vlaar (2005) *A pension asset and liability model for the Netherlands*. DNB working paper, Amsterdam.

2 In Frankrijk, Italië, Griekenland en Oostenrijk, met een gezamenlijke marktkapitalisatie van meer dan 115 miljoen euro eind 2004.