

Pensioenfondsen en sponsor

Uit onderzoek met data van pensioenfondsen en hun sponsorondernemingen blijkt dat de financiële positie van de eerste niet los staat van die van de tweede, ondanks de wettelijke onafhankelijkheid van fondsen. Zo blijken pensioenfondsen met sponsors relatief grote schulden naar verhouding weinig buffers te hebben. Hetzelfde geldt voor een pensioenfonds met een matig beleggingsrendement.

Een pensioenfonds heeft twee belangrijke taken. Ten eerste fungeert het voor werknemers als spaar- en beleggingsvehikel voor de pensioenopbouw, ten tweede is het voor gepensioneerden de instantie die dat vermogen in de vorm van levenslange periodieke pensioenbetalingen weer uitkeert. Ondernemingen hebben de mogelijkheid om voor het uitvoeren van deze taken een eigen ondernemingspensioenfonds op te richten. In Nederland zijn ruim 800.000 werknemers aangesloten bij de circa 650 ondernemingspensioenfondsen. In tegenstelling tot een bedrijfstakpensioenfonds is bij een ondernemingspensioenfonds sprake van een sterke een-op-eenrelatie tussen het fonds en de bijbehorende onderneming, die dan ook de sponsor wordt genoemd. Volgens de Nederlandse wet is het ondernemingspensioenfonds een zelfstandige rechtspersoon en daarmee juridisch onafhankelijk van de onderneming. De wet bepaalt ook dat het fondsbestuur voor de helft uit afgevaardigden van werknemers en voor de andere helft uit werkgevers bestaat. Deze worden geacht uitsluitend in het belang van het fonds te handelen. Uiteraard moet elk pensioenfonds ten aanzien van zijn financiële gezondheid tevens voldoen aan de minimumeisen die zijn voorgeschreven door het Financiële Toetsings Kader (FTK) en hierop houdt De Nederlandsche Bank (DNB) toezicht.

In theorie staan de financiële gezondheid en het beleggingsbeleid van het fonds dus los van het financiële beleid van de sponsoronderneming. In de praktijk zou dit echter wel eens genuanceerder kunnen liggen. Zo ligt het bijvoorbeeld voor de hand dat een financieel zwakkere sponsor minder gemakkelijk bij kan springen als zijn pensioenfonds in de problemen komt. Daarnaast dragen de bestuurders van onderneming en fonds soms een en dezelfde pet: het komt immers voor dat de voor de financiën van de onderneming

verantwoordelijke functionaris tevens zitting neemt in het fondsbestuur.

Aan de mogelijke samenhang tussen de financiën van sponsor en fonds is de nodige aandacht besteed in de economische literatuur. Opvallend is dat het voornamelijk om theoretisch werk gaat. Dit empirische onderzoek draagt bij aan het vullen van die leemte.

Theorie

De theorievorming over de samenhang tussen de financiële situatie van de sponsor en die van het fonds leunt hoofdzakelijk op twee stromingen in de literatuur: de optietheorie en de optimale-contracttheorie. Treynor (1977) was een van de eersten die een *defined benefit*-pensioentoezegging van een onderneming omschreef in termen van impliciete opties. Kocken (2006) beschrijft zelfs meerdere impliciete opties.

Hoewel pensioenfondsen wettelijk los staan van de sponsor, is in de praktijk van een strikte scheiding geen sprake. Zo kan de sponsor in geval van een dekkingstekort bij het fonds een morele plicht hebben om de werkgeversbijdrage te verhogen. In sommige landen is dit zelfs wettelijk verplicht. Dit is de zogenoemde garantieoptie, die geschreven is door het sponsorbedrijf en die uitgeoefend kan worden door het pensioenfonds als de dekkinggraad beneden een bepaalde ondergrens zakt. Er is echter een tegengestelde verzaakoctie geschreven door het pensioenfonds die uitvoerbaar is door de sponsor, om de werkgeversbijdrage voor de pensioenpremies tijdelijk stop te zetten of te heronderhandelen als het de onderneming tegenzit. Aangezien de prijs van een optie stijgt met de volatiliteit van de onderliggende waarde kan het sponsorbedrijf belang hebben bij een meer risicovolle beleggingsstrategie van het pensioenfonds. Zo leidt een groter gewicht van aandelen via een sterkere volatiliteit van de dekkinggraad tot een hogere waarde van de verzaakoctie.

Behalve de dekkinggraad van het fonds zijn ook karakteristieken van de sponsor bepalend voor de optiewaarden. Zo zou een hogere schuldratio van de sponsor tot een lagere waarde van de garantieoptie en tot een hogere waarde van de verzaakoctie leiden.

De tweede theoretische stroming, die van de optimale-contracttheorie, benadert het pensioenfonds als een manier om pensioenafspraken

Hoewel pensioenfondsen wettelijk los staan van de sponsor, is in de praktijk van een strikte scheiding geen sprake

SYBILLE GROB EN
LEO DE HAAN
Beleidsmedewerkster en
senior onderzoeker bij De
Nederlandsche Bank.

tussen ondernemingen en werknemers te formaliseren. Cooper en Ross (2002) beargumenteren dat het optimaal is voor een onderneming om zijn pensioenfonds financieel goed te ondersteunen, maar dat ondernemingspensioenfondsen toch dekkingstekorten kunnen hebben als hun sponsor weinig of geen winst maakt en/of niet kan bijlenen, bijvoorbeeld door een hoge schuldpositie. Ook stellen ze dat het voor de onderneming rationeel kan zijn om zo min mogelijk middelen in het fonds te investeren als het beleggingsresultaat van het pensioenfonds lager is dan het kapitaalmarktrendement. Arnott en Gersowitz (1980) en Ippolito (1985) verwachten op grond van de contracttheorie dat risicomijdende kleinere bedrijven eerder pensioenfondsen met onderdekking zullen hebben, omdat ze op die manier risico's kunnen delen met de werknemers.

Dekkingsgraad

In het onderzoek wordt een aantal hypothesen betreffende de relatie tussen de financiële kenmerken van de sponsor en het fonds getoetst (Davis *et al.*, 2007). Vier hypothesen hebben betrekking op de dekkinggraad. Deze hypothesen stellen dat de dekkinggraad van het pensioenfonds lager is als: de sponsor een lage of negatieve winstgevendheid heeft; de sponsor een grotere schuldratio heeft; het pensioenfonds een lage rentabiliteit op de beleggingen behaalt; de sponsor relatief klein is.

Voor het onderzoek is een model geschat dat de dekkinggraad van het pensioenfonds verklaart uit de financiële kenmerken van de onderneming en het fonds. Hierbij is gebruikgemaakt van data van 550 individuele pensioenfondsen en honderd sponsorondernemingen voor de periode 1996 tot en met 2005. De data van de pensioenfondsen zijn afkomstig van de toezichthouder, DNB; die voor de ondernemingen komen uit de database van REACH. In het onderzoek zijn alle (circa vijftig) aan de beurs van Amsterdam genoteerde ondernemingen met een eigen pensioenfonds betrokken. Bovendien zijn van de niet-beursgenoteerde sponsors de vijftig ondernemingen met de grootste pensioenfondsen geselecteerd.

Ter verklaring van de dekkinggraad zijn in het model alle variabelen opgenomen die in de hypothesen een rol spelen: de schuldquote van de sponsoronderneming, de winstgevendheid van de sponsoronderneming, het beleggingsrendement van het pensioenfonds, en de omvang van het fonds ten opzichte van de onderneming. Verder zijn een aantal controlevariabelen toegevoegd om ook andere factoren die de hoogte van de dekkinggraad kunnen bepalen mee te nemen. Deze controlevariabelen zijn de verhouding tussen het aantal gepensioneerden en werkenden onder de deelnemers aan het pensioenfonds; de aanwezigheid van een indexatietoezegging;

Een dergelijk fonds heeft door zijn kortere horizon immers minder flexibiliteit bij het opvangen van tegenslagen

gen in de data gevonden.

Overigens geven ook de resultaten voor de controlevariabelen interessante inzichten. Een relatief hogere dekkinggraad blijkt vooral veel voor te komen bij fondsen met relatief veel gepensioneerden in het bestand. Een dergelijk fonds heeft door zijn kortere horizon immers minder flexibiliteit bij het opvangen van tegenslagen. Een hogere buffer geeft dan meer zekerheid. Een overeenkomstige redenering geldt voor een fonds met relatief veel aandelenbeleggingen, vanwege het grotere beleggingsrisico. Verder houdt een fonds met sterkere indexatietoezeggingen meer middelen daarvoor aan.

Conclusie

Hoewel in het Nederlandse systeem het pensioenfonds een zelfstandig rechtspersoon is en volledig onafhankelijk is van de sponsoronderneming, blijken beide op financieel gebied toch in zekere mate met elkaar te zijn verknoot. Gemiddeld genomen hebben kleinere en minder solvabele ondernemingen vaker een pensioenfonds met een lagere dekkinggraad. Het is derhalve van belang om, naast de financiële positie van het fonds zelf, ook die van de sponsor in de gaten te houden.

en het gewicht van aandelen in de beleggingsportefeuille. Ten slotte zijn jaardummy's toegevoegd om aan de in de tijd verschillende macro-economische en beursomstandigheden recht te doen.

Drie van de vier hypothesen konden empirisch worden geverifieerd. Pensioenfondsen met sponsors van relatief kleine omvang dan wel met relatief grote schulden blijken, zoals theoretisch werd voorzien, naar verhouding weinig buffers te hebben. Hetzelfde geldt voor een pensioenfonds met een matig beleggingsrendement. Alleen voor de eerste hypothese, die een lagere dekkinggraad voor pensioenfondsen met een weinig winstgevendende sponsor voorspelt, werden geen aanwijzingen

LITERATUUR

- Arnott, R.J. en M. Gersowitz (1980) Corporate financial structure and the funding of private pension plans. *Journal of Public Economics*, 13(2), 231–247.
- Cooper, R.J. en Th.W. Ross (2002) Pensions: theories of underfunding. *Labour Economics*, 8(6), 667–689.
- Davis, E.Ph., S. Grob en L. de Haan (2007) Pension fund finance and sponsoring companies: empirical evidence on theoretical hypotheses. DNB Working Paper, 158.
- Ippolito, R. (1985) Economic function of underfunded pension plans. *Journal of Law and Economics*, 28(3), 611–651.
- Kocken, Th.P. (2006) Curious Contracts: Pension Fund Redesign for the Future. 's-Hertogenbosch: Tutein Noltenius.
- Treynor, J.L. (1977) The principles of corporate pension finance. *Journal of Finance*, 32(2), 627–638.