

# Zachte pensioenen gebaat bij stevig toezicht

Het nieuwe pensioenakkoord maakt de kosten van de alsmaar stijgende levensverwachting beheersbaar. Het akkoord beoogt bovendien heldere afspraken over de verdeling van beleggingsrisico's. Een stevig toezichtkader helpt te voorkomen dat pensioenfondsen in de verleiding komen hoge ambities te communiceren terwijl er gelijktijdig een groot risico is dat die ambitie niet wordt gehaald.

Innovatieve pensioencontracten die uitgaan van volledig conditionele aanspraken vergen een geëigend toezichtkader. Dit wordt in de huidige ontwerpfase aangeduid met Financieel Toetsingskader 2 (FTK2). De complexiteit van dit kader is mogelijk groter dan het huidige toezichtkader, omdat alleen voorwaardelijke toezeggingen (zachte beloftes) worden gedaan. Hoewel communicatie en gedragstoezicht in dat geval belangrijker worden, is er ook duidelijk een noodzaak voor gedegen prudentieel toezicht. Zachte beloftes scheppen immers verwachtingen bij de deelnemers en die moeten met een bepaalde mate van zekerheid worden gerealiseerd. Zonder adequaat toezicht is het niet ondenkbaar dat volledig zachte contracten een nieuwe verwachtingskloof veroorzaken.

---

## DIRK BROEDERS

Werkzaam bij de  
Nederlandsche Bank

---

## PAUL CAVELAARS

Werkzaam bij de  
Nederlandsche Bank

---

## PAUL HILBERS

Werkzaam bij de  
Nederlandsche Bank

---

## OLAF SLEIJPEN

Werkzaam bij de  
Nederlandsche Bank

## Rol van toezicht

Deelnemers aan het economische verkeer, en de samenleving in algemene zin, moeten kunnen vertrouwen op een gezond financieel systeem. Om dit te bewerkstelligen is er toezicht op de financiële sector, dat zich onder meer richt op het bevorderen van de veiligheid van bancaire tegoeden, verzekeringsproducten en pensioenaanspraken. Daarnaast heeft toezicht als doel de stabiliteit en integriteit van het financiële stelsel als geheel te bevorderen. Verstoringen in dit stelsel hebben immers

grote negatieve effecten voor individuele spaarders, beleggers, polishouders en deelnemers aan pensioenregelingen, en voor de economie als geheel. Het beheer van pensioenvermogens kent een hoog fiduciair karakter. De overheid stelt via de Pensioenwet regels om ervoor te zorgen dat pensioenuitvoerders de pensioentoezeggingen jegens de deelnemers nakomen. Een van de belangrijkste voorwaarden daartoe is dat een pensioenovereenkomst moet worden ondergebracht bij een pensioenfonds of verzekeraar. Dit kan in Nederland, maar ook in een andere EU-lidstaat. Een andere voorwaarde is dat ouderdomspensioen in de tweede pijler moet worden gefinancierd op basis van kapitaaldekking. Pensioentoezicht is de laatste tien jaar sterk in ontwikkeling geweest met de uitwerking en de introductie van het Financieel Toetsingskader (FTK) als onderdeel van de Pensioenwet. De komende tijd staat het pensioentoezicht opnieuw voor een vernieuwingsslag. Reden hiervoor is dat het huidige pensioenstelsel onvoldoende duurzaam is in het licht van de vergrijzing en de alsmaar stijgende levensverwachting. In dit kader worden nieuwe pensioencontracten ontwikkeld, die om een passend toezichtkader vragen.

## Zachte aanspraken zijn niet nieuw

Een pensioenregeling is veelal een beding in de arbeidsovereenkomst waarin de betaling van een bepaalde premie is vastgelegd (premieovereenkomst) of waarin een aanspraak op een toekomstige uitkering staat omschreven (uitkeringsovereenkomst). Kenmerkend aan de huidige praktijk is dat uitkeringsovereenkomsten dominant zijn en deze naast opgebouwde aanspraken vaak al zachte of voorwaardelijke elementen bevatten (Broeders *et al.*, 2011). Een goed voorbeeld hiervan is de indexatie of

toeslagverlening. Deze is in veel middelloonregelingen voorwaardelijk voor zowel actieven als inactieven. Periodiek besluit het pensioenfondsbestuur over de hoogte van de indexatie. Andere voorbeelden betreffen de buffers in een fonds, waarvan de eigendomsrechten vaak niet zijn geëxpliciteerd, en de mogelijkheid tot korting van aanspraken en rechten als ultimum remedium. Voordat er hier ingegaan wordt op volledig zachte contracten is het dus goed te constateren dat pensioencontracten in het verleden vaak al zachte elementen bevatten. Er is dus ook ervaring met toezicht op die zachte elementen. Begrip van het verleden is daarom een belangrijke voorwaarde bij het ontwerpen van nieuwe toezichtkaders.

Hoe werd in het verleden in het toezicht omgegaan met voorwaardelijke indexatie? De zogenaamde Actuariële Principes Pensioenfondsen (APP) uit 1997 erkenden dat indexatie voorwaardelijk was. De meeste pensioenregelingen waren in de tijd nog gebaseerd op eindloon en indexatie had alleen betrekking op inactieven. Voor actieven werd de pensioenopbouw automatisch aangepast aan de individuele salarisontwikkeling. In het toezicht werd gewerkt met een vaste disconteringsvoet van

maximaal vier procent. Doordat de marktrente doorgaans hoger lag, ontstond er een impliciete reserve op de balans en in de premie als gevolg van het zogenaamde rente-ecart (kader 1). Die impliciete reserve kon onder meer worden gebruikt voor indexatie.

Met de zogenaamde Septemberbrief uit 2002 werd voor het eerst door de toezichthouder gevraagd, onder invloed van verslechterde dekkingsgraden en een dalende rente, om de voorwaardelijke indexatietoezegging expliciet te maken. Daarbij kon de indexatie worden opgebracht uit de premie en een “reserve voorgenomen pensioenaanpassing”. Vooruitlopend op de invoering van de Pensioenwet in 2007 konden fondsen vanaf 2004 al kiezen voor de Beleidsregel Toepassing Hoofdlijnennota. Ten aanzien van de voorwaardelijke toezeggingen is toen voor het eerst de consistentie-eis toegepast. Deze stuurde aan op een consistent geheel tussen gewekte verwachtingen, financiering en het feitelijk toekennen van de voorwaardelijke aanspraken. Ten aanzien van de financiering werd geëist dat de premie een opslag voor indexatie bevatte die voldoende zou zijn om een reële kans op indexatie te genereren. Het was echter niet langer verplicht om te reserveren voor toekomstige indexatie, terwijl onder de APP – althans impliciet – wel werd gereserveerd voor indexatie. De consequentie van het niet reserveren voor indexatie is dat de financiering van indexatie nadrukkelijker uit toekomstige premies en beleggingsrendementen dient te worden opgebracht. Opmerkelijk genoeg werd pensioenfondsen met de invoering van de Beleidsregel Toepassing Hoofdlijnennota de mogelijkheid geboden om de kostendekkende premie te berekenen op basis van het verwachte portefeuillerendement. Dit leidde in feite tot een dubbele aanwending van onzekere toekomstige rendementen. Met de invoering van de Pensioenwet in 2007 werd het toezicht op voorwaardelijke indexatie uitgebreid met de toeslagenmatrix en een consistentietoets (kader 1). De matrix schetst een continuüm van mogelijke indexatieambities, variërend van geen beleid omtrent toeslagverlening, toeslagverlening gekoppeld aan een ex ante maatstaf, tot onvoorwaardelijke toeslagverlening.

#### Kader 1

## Gehanteerde begrippen

### **Consistentietoets**

toets die aangeeft of er een consistent geheel is tussen de gewekte verwachtingen, de financiering en de realisatie van indexatie.

### **Evenwichtsdekkingsgraad**

dekkingsgraad waarbij de kans op onderdekking op een termijn van één jaar precies gelijk is aan 2,5 procent. Wordt ook wel de vereiste dekkingsgraad genoemd.

### **Prudent person-principle**

het pensioenfonds dient als een goed huisvader te beleggen in het belang van de aanspraak- en pensioengerechtigden.

### **Rente-ecart**

het verschil tussen de marktrente en de vaste disconteringsvoet, gebruikt voor het contant maken van pensioenverplichtingen. Een positief verschil leidt tot een impliciete reserve in de omvang van de technische voorziening.

### **Replicatieprincipe**

De marktconsistente waarde van een verplichting is gelijk aan de huidige marktwaarde van de beleggingsportefeuille die de verplichting precies weerspiegelt.

### **Toeslagenmatrix**

schetst verschillende vormen van indexatiebeleid en voorziet deze van voorgeschreven teksten om de ambitie, de methode voor toekenning, de verwachte realisatie, de financiering en de communicatie aan te geven.

### **Zakelijke waarden**

verzamelnaam voor beleggingen in beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde aandelen en onroerend goed.

De matrix toont tevens de verschillende mogelijke financieringsbronnen, te weten beschikbare premie, overrendement, vrijwillige reserve en een vrijwillige technische voorziening. Tabel 1 toont voor actieve deelnemers enerzijds en gepensioneerden en slapers anderzijds de meest voorkomende vormen van indexatieambitie in de praktijk. In nagenoeg alle gevallen hebben beide categorieën te maken met voorwaardelijke indexatie. In grofweg de helft van de gevallen wordt die indexatie gefinancierd uit premie en rendement. Ook kiest een groot aantal fondsen voor volledige financiering uit toekomstige rendementen. Bij de actieven blijkt in zes procent van de gevallen een indexatiebeleid te ontbreken, en bij de inactieven gaat het om ruim vier procent. Verder geldt maar voor een klein percentage actieve deelnemers nog onvoorwaardelijke indexatie. Ook werd in 2007 een consistentietoets geïmplementeerd. Deze houdt in dat het pensioenfonds aantoonbaar dat het bij de gehanteerde financiële opzet in de structurele situatie in “voldoende mate” kan indexeren om een bepaalde ambitie te mogen uiten. Concreet onderbouwt een fonds dit met twee berekeningen. Ten eerste wordt op basis van een continuïteitsanalyse, die uitgaat van een hogere dekkingsgraad dan het vereist eigen vermogen (evenwichtsdekkingsgraad), over een periode van vijftien jaar een toeslagverlening verwacht die in voldoende mate aansluit bij de toeslagambitie. Ten tweede wordt op basis van een continuïteitsanalyse, die uitgaat van het minimaal vereist eigen vermogen, verwacht dat het herstelvermogen van het fonds voldoende is om de dekkingsgraad binnen een periode van vijftien jaar van 105 procent op het niveau zoals bedoeld in de eerste voorwaarde te brengen.

Als een fonds aan beide voorwaarden voldoet, is er sprake van een consistente financiële opzet. In de praktijk wordt “in voldoende mate” in de eerste voorwaarde door DNB zo geïnterpreteerd dat de financiële opzet zodanig is dat over een periode van vijftien jaar naar verwachting zeventig procent van de indexatieambitie wordt gehaald. Concreet houdt dit in dat de cumulatief verwachte indexatie over een vijftienjaarsperiode ten minste zeventig

procent van de ambitie bedraagt. De tweede voorwaarde is nodig om aan te tonen dat het fonds vanuit een slechte startpositie over voldoende herstelkracht beschikt. Voor de berekening die hieraan ten grondslag ligt, gelden de maximale parameters voor rente en rendementen en de minimale aannames voor inflatie en loongroei (Besluit Parameters Pensioenfondsen). De evenwichtsdekkingsgraad wordt bepaald door het risicoprofiel van het fonds en de overige parameters zoals die in de regelgeving zijn vastgelegd. De consistentietoets zegt niets over de gewenste financieringswijze van indexatie. Een financiering in de vorm van toekomstige beleggingsrendementen is onder de huidige regels ook acceptabel. Veel pensioenfondsen kiezen in de praktijk voor een dergelijke financieringsvorm in combinatie met financiering uit premie. Het huidige pensioencontract combineert harde en zachte aanspraken. In de huidige praktijk staan pensioenfondsen dan ook voor een ingewikkelde afweging tussen het bieden van zekerheid ten aanzien van de opgebouwde aanspraken enerzijds en het nakomen van de voorwaardelijke aanspraken anderzijds. In de praktijk komt dit in nagenoeg alle pensioenregelingen neer op de afruil tussen een hoge mate van nominale zekerheid en de indexatiedoelstelling. Dit onderscheid leidt tot spanning in het beleggingsbeleid. Het bieden van nominale zekerheid, door het afdekken van het nominale renterisico met langlopende obligaties en renteswaps, creëert inflatierisico voor de deelnemers. Omdat inflatierisico niet of nauwelijks is af te dekken in kapitaalmarkten, kiezen veel fondsen voor een risicovol beleggingsbeleid om de indexatiekansen te vergroten. Dit hogere risico gaat juist ten koste van de zekerheid van de opgebouwde nominale aanspraken. Het spanningsveld tussen reële ambitie en nominale zekerheid is naar voren gekomen in het werk van de commissie-Frijns (Frijns *et al.*, 2010) en in de evaluatie van het FTK (SZW, 2010). Als reactie heeft het kabinet aangegeven dat het spanningsveld binnen het huidige contract langs verschillende wegen te verminderen is (SZW, 2010). Om te beginnen door de informatievoorziening over de indexatiekwaliteit richting de deelnemers te verbeteren, bijvoorbeeld door pensioenfondsen te verplichten een reële dekkingsgraad te publiceren. Dit is de verhouding

Tabel 1

**Indexatieambitie Nederlandse pensioenregelingen.**

Indexatieambitie	Percentage van de actieven	Percentage van de gepensioneerden en slapers
<b>Voorwaardelijke indexatie, financiering uit premie en rendement</b>	<b>54,4</b>	<b>49,8</b>
<b>Voorwaardelijke indexatie, financiering uit rendement</b>	<b>36,7</b>	<b>43,7</b>
<b>Geen indexatiebeleid</b>	<b>6,0</b>	<b>4,2</b>
<b>Onvoorwaardelijke indexatie</b>	<b>2,0</b>	<b>–</b>
<b>Overig</b>	<b>0,9</b>	<b>2,4</b>
<b>Totaal</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Bron: DNB

tussen de waarde van de beleggingen en die van de geïndexeerde verplichtingen onder de aanname dat de indexatie onvoorwaardelijk wordt toegekend. Dit draagt bij aan een realistisch beeld van wat deelnemers, gezien de financiële positie van het fonds, mogen verwachten in termen van een waarde- of welvaartsvast pensioen. Om de impact van indexatieonzekerheid duidelijk te maken, is het verder noodzakelijk het te bereiken pensioen te schetsen onder een “slechtweersscenario”. Zo wordt het voor de deelnemers duidelijk dat de keuze voor een risicovolle financiering van de indexatie tot een lager pensioen kan leiden. Om de afhankelijkheid van de indexatie voor de beleggingsrendementen te beperken, is het aan te bevelen dat periodes van hoge rendementen niet te snel leiden tot premiekortingen. Daartoe kan de premiekortingsgrens worden gekoppeld aan een reële dekkingsgraad van minimaal honderd procent. Premiekorting is dan pas mogelijk als ook de in de toekomst geambieerde indexaties volledig door de aanwezige beleggingen wordt gedekt.

## Toezicht op volledig zachte contracten

Het recent afgesloten Pensioenakkoord (STAR, 2010; SZW, 2011a) doet de aanzet tot een innovatief pensioencontract dat uitgaat van

### Kader 2

## Waarderen versus projecteren

**Waarderen is het vaststellen van de huidige economische waarde van toekomstige kasstromen, zoals dividendbetalingen, rente, aflossing en pensioenverplichtingen. Om te komen tot de juiste economische waarde moeten arbitragewinsten worden uitgesloten. Anders gezegd: kasstromen die identiek zijn qua hoogte, looptijd en risicoprofiel, moeten op basis van het replicatieprincipe dezelfde waarde hebben. Projecteren is het voorspellen van de mogelijke kasstromen in de toekomst. In sommige gevallen is dit eenvoudig. Denk aan de rente- en aflossingsbetalingen op Duitse en Nederlandse staatsobligaties. Ook de kasstromen van defined benefit-pensioenverplichtingen zijn vrij accuraat te voorspellen. Voor veel financiële instrumenten of contracten is dit echter lastiger omdat de toekomstige kasstromen onzeker zijn. Denk aan de dividenden die een onderneming in de toekomst gaat uitkeren. Dividend is afhankelijk van de prestaties van de activa van de onderneming. Zachte pensioenverplichtingen in het nieuwe contract zijn ook een functie van de onderliggende activa. Het combineren van projecteren en waarderen is niet eenvoudig. Gegeven een actuele waarde zijn immers verschillende toekomstprojecties voor kasstromen mogelijk, zonder dat de huidige waarde ervan verandert. Honderd euro belegd in aandelen levert andere geprojecteerde kasstromen op dan honderd euro op de bank. De waarde is en blijft echter honderd euro. Wanneer de geprojecteerde kasstromen worden gebruikt om de huidige waarde vast te stellen, is het een vereiste dat de projecties en de gebruikte discontovoet consistent zijn. Dit om arbitrage uit te sluiten.**

volledig zachte aanspraken. Dit vraagt om de ontwikkeling van een geschikt toezichtkader voor dergelijke contracten.

Sociale partners streven met het contract stabiele premies na, wat impliceert dat premies niet zomaar kunnen worden verlaagd. Belangrijk onderdeel van de in het pensioenakkoord besloten zachte contracten is verder dat de pensioenaanspraken en -uitkeringen via vaste rekenregels meebewegen met de levensverwachting en met de ontwikkelingen op de financiële markten. Zowel in positieve als in negatieve zin. Deelnemers zullen daardoor – meer dan in het verleden – voelbaar de risico's in de pensioenaanspraken dragen. De vaste rekenregels completeren het pensioencontract en daarmee wordt de discretionaire beslissingsvrijheid van fondsbestuurders over het niveau van de pensioenaanspraken ingeperkt. Het fondsbestuur houdt nog wel vrijheid over andere zaken, zoals het beleggingsbeleid. Overigens is het op dit moment nog niet duidelijk of een transitie naar het nieuwe systeem via collectief invaren van bestaande rechten juridisch gezien mogelijk is. Bij de overgang moeten eigendomsrechten zorgvuldig worden behandeld, zodat dit achteraf niet tot discussie leidt (DNB, 2011). Er zijn verschillende elementen die – zonder volledigheid te willen voorgeven – een rol kunnen spelen in een toezichtkader voor volledig zachte contracten.

## Waardering van zachte verplichtingen

Het nieuwe pensioenakkoord biedt de mogelijkheid van volledig conditionele pensioenaanspraken. Indien het pensioencontract gesloten is, wat behelst dat het volledige fondsvermogen op elk moment en in iedere situatie geheel is verdeeld over de huidige deelnemers, is waardering van de totale verplichtingen van het fonds niet nodig om de financiële positie van het fonds te bepalen. De waarde van de totale verplichtingen is dan immers per definitie gelijk aan de waarde van de bezittingen. Omdat er echter sprake is van verdeelregels voor meen- en tegenvallers door de tijd, is het nodig om de verdeling van waarde over verschillende cohorten in beeld te brengen.

Een marktconsistente waardering van zachte verplichtingen, en het in kaart brengen van

de risicofactoren die van invloed zijn op de marktconsistente waarde, zijn daarom belangrijk (Bovenberg *et al.*, 2011). Marktconsistente waardering stelt belanghebbenden in staat om optimale financiële beslissingen te nemen. Bijvoorbeeld om op een eerlijke basis belangenafwegingen tussen generaties in een pensioenfonds te maken. Zodoende bevordert het de welvaart. De marktwaarde van activa is meestal gebaseerd op de laatst waargenomen marktprijzen in publieke markten. Hoewel pensioenverplichtingen niet op een publieke markt worden verhandeld, is marktconsistente waardering van de verplichtingen mogelijk vanwege het replicatieprincipe. De belangrijkste veronderstelling hierbij is dat in een wereld zonder arbitragemogelijkheden, de marktconsistente waarde van een pensioenverplichting gelijk is aan de marktprijs van de beleggingsstrategie (combinatie van activa) die precies de benodigde middelen genereert om de verplichtingen na te komen. Belangrijk hierbij is het verschil tussen het projecteren en het waarderen van kasstromen. Kader 2 licht dit verschil toe. In het geval er een directe relatie is tussen de ontwikkeling van de financiële positie van het pensioenfonds en de ontwikkeling van de toekomstige pensioenuitkeringen kan het replicatieprincipe worden toegepast. Er zijn verschillende technieken voorhanden om op die basis de marktconsistente waarde van dergelijke conditionele kasstromen te bepalen. Iedere methode relateert verwachte uitkeringsstromen aan een bijbehorende disconteringsfactor. Zo lang geldt dat teller en noemer onderling consistent zijn bepaald, is gewaarborgd dat alle methoden dezelfde marktconsistente waarde opleveren (Bovenberg *et al.*, 2011). Een dergelijke consistentie wordt niet bereikt als de discontovoet wordt gekozen als een arbitraire vaste waarde voor het verwachte rendement. Kader 3 beschrijft de nadelen van disconteren tegen het verwachte rendement (DNB, 2011).

## Haalbaarheidstoets

In FTK2 wordt een reële oriëntatie op de lange termijn mogelijk gemaakt. Het doel daarvan is om ervoor te zorgen dat het premiebeleid, het beleggingsbeleid en het uitkeringenbeleid van

het pensioenfonds in lijn is met de ambities en risico's zoals gecommuniceerd aan alle belanghebbenden van het pensioenfonds. Een langetermijntoets op de haalbaarheid van de reële ambitie is daarvoor het geschikte instrument. Onder het huidige FTK worden voorwaardelijke ambities getoetst met de consistentietoets (kader 1). Deze hanteert als norm dat er een consistent geheel dient te zijn tussen de gewekte verwachtingen, de financiering en de realisatie van voorwaardelijke toeslagen. In het kader van volledig zachte aanspraken is het essentieel om een realistische invulling te geven aan de haalbaarheidstoets en de langetermijnoriëntatie. Het belangrijkste uitgangspunt daarbij is dat toetsing plaatsheeft op basis van zowel de verwachte uitkomst als het resultaat in een slechtweersscenario.

De kernelementen van de haalbaarheidstoets zijn als volgt. De haalbaarheidstoets sluit om te beginnen aan bij de feitelijke financiële positie van het fonds. Het fonds moet met behulp van een continuïteitsanalyse aantonen dat het over lange tijd naar verwachting in voldoende mate de reële ambitie realiseert en dat een bepaalde risicomaat niet wordt overschreden. Daarbij moet ook invulling worden gegeven aan het begrip "lange termijn". Momenteel wordt in de consistentietoets gewerkt met een looptijd van vijftien jaar omdat dit aansluit bij de gemiddelde looptijd van de totale verplichtingen. Voor gepensioneerden is deze looptijd echter veel korter. Een toets op een periode van bijvoorbeeld vijf jaar is voor deze groep relevanter. Voor jongeren is de planhorizon juist langer dan vijftien jaar. Naast het verwachte reële pensioenresultaat wordt in de haalbaarheidstoets ook het pensioenresultaat in een stressstest beoordeeld. Het fonds moet aantonen dat het over lange tijd ook in een stressscenario niet te ver afwijkt van de reële ambitie. Een fonds dient vervolgens de deelnemers te informeren over het verwachte

### Kader 3

## De nadelen van waarderen op basis van het verwachte rendement

**Discontering van verplichtingen in een discrete – dat wil zeggen niet-stochastische – omgeving tegen het verwachte beleggingsrendement is onjuist. De uitkeringen worden dan immers bepaald onder de aanname dat ze volledig zeker zijn, en vervolgens contant gemaakt tegen een onzeker verwacht rendement. Dit is niet alleen theoretisch incorrect, maar heeft ook belangrijke gevolgen voor deelnemers. Zo is de waarde van de zachte verplichtingen te verlagen door een hoger verwacht rendement te veronderstellen. Een hoger verwacht rendement verbetert daarmee de financiële positie van het fonds, wat betekent dat aanspraken op papier kunnen worden verhoogd. Vooral deelnemers met een korte horizon profiteren hiervan. Verder ontstaat er een prikkel om meer risico te nemen, want dit leidt immers tot lagere verplichtingen. Een praktisch nadeel aan het gebruik van het verwachte beleggingsrendement is dat het niet objectief waarneembaar is.**

pensioenresultaat en het resultaat in het stressscenario. Dit vergroot het risicobewustzijn van deelnemers en verkleint daarmee de kans op een verwachtingskloof. Het bekendmaken van slechts één cijfer – alleen het gemiddelde – suggereert te veel zekerheid en wordt beïnvloed door optimisme in de parameters. Dit laatste is een belangrijk nadeel van de haalbaarheidstoets. De uitkomsten leunen sterk op subjectieve parameteraannames en modellering. Dit komt omdat deze methoden zijn gebaseerd op een toekomstige projectie in termen van rendement en risico, en op correlaties tussen de verschillende balansgrootheden. De wetgever moet consistente grenzen stellen aan de verwachte rendementen, standaarddeviaties en correlaties. Daar is eerder ook door de commissie-Don voor gepleit (Don *et al.*, 2009). Tot slot zal de wetgever het stressscenario voor de haalbaarheidstoets moeten aanreiken, of het percentiel voorschrijven waarop het risico wordt getoetst. Dit bevordert de onderlinge vergelijkbaarheid tussen pensioenfondsen en daarmee de transparantie richting deelnemers.

## De egalisatiereserve

Naast consistentie spelen in het Nederlandse pensioenmodel buffers een belangrijke rol. Het aanhouden van buffers stelt pensioenfondsen in staat hun verplichtingen aan deelnemers met een bepaalde mate van zekerheid na te komen. Dankzij deze buffers konden kortingen op de nominale pensioenrechten- en uitkeringen tot op heden beperkt blijven. In het pensioenakkoord is sprake van een vrijwillig gevormde buffer: de zogenaamde egalisatiereserve, bedoeld om schokken op de financiële markten uit te smeren. Hoewel de maximale hoogte van de egalisatiereserve op decentraal niveau kan worden overeengekomen, bevelen sociale partners in het akkoord aan deze egalisatiereserve niet te laag vast te stellen. Deze egalisatiereserve kan ook een bindend karakter krijgen (DNB, 2011). De opbouw ervan kan worden gefinancierd uit de premie of uit een lagere initiële opbouw van pensioenaanspraken en zijn dus niet gratis. Maar het creëren van reserves levert ook wat op. Het verhoogt immers de zekerheid ten aanzien van de mogelijke pensioenuitkomsten voor de deelnemer. Buffers helpen schokken in inkomensschommelingen van pensioendeelnemers op te vangen en bovendien kan het rendement op de buffer worden gebruikt om de pensioenen te verbeteren. Reserves hebben daardoor ook een stabiliserende werking op de economie. In principe kunnen de eigendomsrechten van deelnemers over de egalisatiereserve conditioneel in het pensioencontract worden vastgelegd door middel van de regels die de opbouw en afbouw van de reserve regelen. Verder dient onderzocht te worden of de gewenste omvang van de buffer afhankelijk kan worden gemaakt van de beleggingsrisico's die het fonds loopt in relatie tot de aard en omvang van de opgebouwde aanspraken. Dit is vergelijkbaar met de huidige situatie waarbij fondsen die in toenemende mate risicovol beleggen ten opzichte van de verplichtingen met een hogere buffereis worden geconfronteerd.

## Toezicht op het beleggingsbeleid

De introductie van het nieuwe contract leidt mogelijk tot aanpassingen in het beleggingsbeleid. Mogelijke veranderingen zijn een toenemend

gebruik van inflatiegerelateerde beleggingen, zoals *inflation linked bonds* en *inflation linked swaps*, ter afdekking van het reële renterisico. Echter, in de praktijk zijn de mogelijkheden voor pensioenfondsen om inflatierisico's op deze manier af te dekken gering, omdat de liquiditeit in deze instrumenten beperkt is. Zo geeft de Nederlandse overheid geen *inflation linked bonds* uit. Pensioenfondsen kunnen ze wel van andere Europese overheden kopen, maar deze zijn gebaseerd op een Europese prijsindex of de CPI van het betreffende land. Dit stelt pensioenfondsen bloot aan een basisrisico ten opzichte van de Nederlandse inflatie of de loonontwikkeling in de relevante bedrijfstak van het fonds. Bovendien is de Europese markt voor *inflation linked bonds* momenteel niet omvangrijk genoeg voor de vraag van de gehele Nederlandse pensioensector. De marktwaarde van de uitstaande *inflation linked bonds* uit het eurogebied bedraagt momenteel 300 miljard euro, wat gelijk staat aan ongeveer dertig procent van de reële pensioenverplichtingen in Nederland. Verder is het mogelijk dat pensioenfondsen de looptijd van hun vastrentende portefeuille verkorten. Dit omdat de gemiddelde looptijd van verplichtingen zal afnemen. Kortlopende risicovrije obligaties bieden over een vijfjaarshorizon een betere bescherming tegen inflatie dan langlopende obligaties, aandelen en grondstoffen (Attie en Roache, 2009).

O van de allocatie naar aandelen, onroerend goed en andere zakelijke waarden, valt te bezien. De relatie tussen het rendement op zakelijke waarden en inflatie is niet onomstreden in de literatuur (Bekaert, 2009).

Bovendien leidt het risicoprofiel van zakelijke waarden tot forse schommelingen, die zich directer dan voorheen zullen vertalen in de pensioenaanspraken. Een voordeel van het nieuwe contract is dat fondsen hun portefeuille makkelijker kunnen blijven *rebalancen*. Bij het managen van garanties speelt namelijk altijd de afweging of het fonds niet dynamisch zou moeten hedgen door risico's af te bouwen als de dekkingsgraad daalt. Dit probleem speelt niet bij het nieuwe contract omdat er geen garanties zijn en de dekkingsgraad per definitie vlak rond honderd procent schommelt.



Daar staat tegenover dat het ontbreken van garanties ook minder disciplinerend werkt op het beleggingsbeleid. Het *prudent person*-principe zal daarom opnieuw een nadrukkelijke rol spelen in het toezicht op beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Hiervoor is het wenselijk om dat principe nader uit te werken. Hierbij valt te denken aan het opstellen van uitgangspunten voor de toezichthouder die kunnen helpen bij het beoordelen of het beleggingsbeleid in lijn is met het vooraf afgesproken risicoprofiel; en om te beoordelen of het beleggingsbeleid ook daadwerkelijk op die wijze wordt geïmplementeerd (SZW, 2011b). Daarnaast neemt de complexiteit van het beleggingsbeleid mogelijk toe in de zoektocht naar reële beleggingen, waardoor in het toezicht veel aandacht is vereist voor de balans tussen het beleggingsbeleid en de deskundigheid van het risicobeheer. Gezien de reeds bestaande discrepantie tussen de complexiteit van het beleggingsbeleid en de deskundigheid van het risicobeheer bij fondsen (Frijns *et al.*, 2011), zal dit een nog belangrijker aandachtspunt worden in het lopende toezicht.

### Een adequate informatieverstrekking

Een pensioencontract met zachte aanspraken mag niet betekenen dat veel aan de deelnemers wordt beloofd, maar wel dat weinig hoeft te worden waargemaakt. Een dergelijk contract stelt dus hoge eisen aan de informatievoorziening, en vergt daarmee ook een aangescherpt gedragstoezicht (Korte en Van Miltenburg, 2011). De transparantieplicht van pensioenfondsen neemt sterk toe. Uit de communicatie moet duidelijk blijken wat de prognose van de pensioenuitkering op een bepaalde leeftijd is. Verder moet het volstrekt helder zijn welke risico's hiermee samenhangen. Zo moet ook het pensioenresultaat in een slechtweerscenario een belangrijk onderdeel van de communicatie zijn. Daarbij zal het vooraf duidelijk moeten zijn welke financiële consequenties er zijn als deze risico's zich voordoen. Slechts dan zijn deelnemers in staat te doorgronden hoe hun totale financiële plaatje eruitziet, welke onzekerheden daarmee samenhangen en hoe ze hier zo nodig op kunnen inspelen.

### Conclusie

Nieuwe pensioencontracten hebben verregaande consequenties voor het toezichtkader. Doordat risico's bij de deelnemers liggen, is er een duidelijke maatschappelijke taakopdracht voor prudentieel toezicht: waarborgen dat pensioendeelnemers erop kunnen vertrouwen dat de gecommuniceerde pensioenambities in voldoende mate worden waargemaakt. Fondsbesturen moeten vanuit het toezichtkader worden gestimuleerd om een verstandig beleid te voeren. Daarbij valt te denken aan drie elementen. Ten eerste een evenwichtige behandeling van alle generaties bij het verwerken van schokken en het waarderen van pensioenrechten. Ten tweede gedoseerd risico nemen in het beleggingsbeleid, in lijn met wat de deelnemers kunnen en willen dragen. Ten derde heldere informatieverstrekking aan deelnemers over rendement en risico om te voorkomen dat deelnemers verwachtingen en ambities als garanties interpreteren. Kortom, deelnemers in zachte pensioencontracten zijn gebaat bij stevig toezicht.

#### LITERATUUR

- Attie, A.P. en S.K. Roache (2009) Inflation hedging for long-term investors. *IMF Working Paper*, 90.
- Bekaert, G. (2009) Inflation risk and the inflation risk premium. *Netspar economische adviezen*, 21.
- Bovenberg, L., S. van Wijnbergen, T. Nijman en T. Kocken (2011) Bepaal marktwaarde pensioen. *Het Financieele Dagblad*, 12 oktober.
- Broeders, D.W.G.A., A.J. Kellermann en O.C.H.M. Sleijpen (2011) Prudentieel pensioentoezicht: verleden, heden en toekomst. In: Maatman, R., R. Bauer, D. Busch en L. Verburg (red.) *Onderneming en Pensioen*. Deventer: Kluwer, 105–132.
- Don, F.J.H., C.C.H.J. Driessen, C. van Ewijk, K.H.W. Knot en K.B. van Popta (2009) *Advies betreffende parameters pensioenfondsen*. Den Haag: Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.
- DNB (2011) *Zachte contracten vragen om een stevig toezichtkader*. Amsterdam: de Nederlandsche Bank.
- Frijns, J.M.G., J.A. Nijssen en L.J.R. Scholtens (2010) *Pensioen: 'onzekere zekerheid'*. Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer. Den Haag: Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.
- Korte, H.W.O.L.M. en J.W. van Miltenburg (2011) *Pensioen en gedragsregulering*. In: Maatman, R., R. Bauer, D. Busch en L. Verburg (red.) *Onderneming en pensioen*. Deventer: Kluwer, 155–169.
- STAR (2010) *Pensioenakkoord voorjaar 2010*. Den Haag: Stichting van de Arbeid.
- SZW (2010) *Toekomst aanvullend pensioenstelsel; kabinetsinzet*. Brief aan de Tweede Kamer. Den Haag: Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.
- SZW (2011a) *Overleg van het kabinet met de Stichting van de Arbeid*. Brief aan de Tweede Kamer. Den Haag: Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.
- SZW (2011b) *Het financieel toetsingskader*. Bijlage bij brief van het kabinet aan de Tweede Kamer. Den Haag: Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.

SINDS 1916