

Hoofdafdeling(en) : II
Afdeling(en) : IC
Samensteller(s) : Jan Lemmen¹
Nummer : 60
Datum : 19 maart 2003

Systemrisico's van Nederlandse pensioenfondsen

Van oudsher richt de Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK) zich conform haar wettelijke taak vooral op micro-prudentieel toezicht ter bescherming van de deelnemers aan pensioenfondsen. Deze studie roept de vraag op of de PVK ook rekening zou moeten houden met systeemrisico's. Een systeemrisico is een mogelijkheid dat zich een gebeurtenis voordoet die leidt tot een ernstige verstoring van de pensioensector (horizontaal systeemrisico) dan wel tot bijzonder nadelige macro-economische doorwerkingen (verticaal systeemrisico). De macro-dimensie van het prudentiële toezicht zou kunnen inhouden dat de toezichthouder naast aandacht voor horizontale systeemrisico's tenminste een signaalfunctie zou kunnen uitoefenen voor verticale systeemrisico's. Daarbij mag het toezicht geen systeemrisico's vergroten.

Nederlandse kapitaalgedekte pensioenfondsen kennen nog steeds een aantal unieke kenmerken (het poolen van risico's met toekomstige generaties, verplichte deelname, lange-termijn pensioencontracten) die specifieke prudentiële regulering van en toezicht op Nederlandse kapitaalgedekte pensioenfondsen rechtvaardigen. 'Forward looking' buffers met een lange tijdshorizon kunnen goed aansluiten bij dat unieke karakter van Nederlandse pensioenfondsen. Door 'forward looking' buffers op te bouwen en aan te houden kunnen pensioenfondsen risico's opvangen en kunnen pensioenfondsen weer hun stabiliserende rol voor de economie en het financiële systeem hervinden.

¹ E-mail: j.j.g.lemmen@cpb.nl. Veel dank gaat uit naar CPB-collega's en de leden van de klankbordgroep solvabiliteitseisen voor waardevol commentaar en discussie.

1	Inleiding	4
1.1	Probleemstelling	5
1.2	Doel en doelgroep	7
1.3	Indeling van de studie	7
2	Specifieke kenmerken van pensioenfondsen	7
2.1	Zijn kapitaalgedekte pensioenfondsen bijzonder?	7
2.2	Conclusie	15
3	Motieven voor micro-prudentiële regulering en toezicht	16
3.1	Informatie-asymmetrieën	17
3.2	Inefficiëntie van het pensioenfonds als monopolist	17
3.3	Agency-problemen	18
3.4	Conclusie	20
4	Systeemrisico's en consequenties voor prudentiële regulering en toezicht	20
4.1	Systeemrisico's en het financiële systeem	21
4.2	Systeemrisico's en de werkgevers	24
4.3	Systeemrisico's en de werknemers	25
4.4	Systeemrisico's en de overheid	27
4.5	Demografische systeemrisico's	28
4.6	Motieven voor macro-prudentiële regulering en toezicht	28
4.7	De potentiële spanning tussen micro- en macro-toezicht	30
4.8	Conclusie	30
5	Buffers	31
5.1	Buffers en de (dis)continuïteitsbenadering	31
5.2	PVK-instrumenten	35
5.3	Reflectie PVK-brief	36
5.4	Conclusie	40
6	Prudentiële regulering en toezicht in het Verenigd Koninkrijk	40
6.1	De nieuwe voorstellen	41
6.2	Conclusie	43
7	Conclusies	44

Referenties	47
Annex	55
A.1: Kapitaalmarktbeleggingen in aandelen van Nederlandse pensioenfondsen	55
A.2: Pensioenactiva eind 2000	56

1 Inleiding

De verslechterde financiële positie van de Nederlandse pensioenfondsen vormt de eerste aanleiding voor deze studie. Door de beursmalaise heeft een aantal Nederlandse pensioenfondsen thans onvoldoende middelen om alle pensioenverplichtingen na te komen als er geen maatregelen worden genomen. De ondergrens van minimaal 100%-dekking van de pensioenverplichtingen was lange tijd niet in beeld.² Dat was ook niet zo verwonderlijk gezien de tot voor kort omvangrijke financiële reserves (buffers) voor het beleggingsrisico en andere risico's bij Nederlandse pensioenfondsen. De Nederlandse pensioenfondsen zijn hoofdzakelijk van het zogenoemde 'defined benefit' (DB) en kapitaalgedekte type: er wordt een pensioenuitkering opgebouwd die een bepaald percentage van het laatste of gemiddelde salaris bedraagt. De daarvoor betaalde premies worden belegd door het pensioenfonds, dat dus als eerste het beleggingsrisico draagt.

De tweede aanleiding vormt de brief 'Uitgangspunten voor de financiële opzet en positie van pensioenfondsen' die de Pensioen- en Verzekeringskamer³ (PVK, 2002d) in september 2002 naar alle Nederlandse pensioenfondsen stuurde. De PVK-brief kan gezien worden als een voorloper op het financieel toetsingskader.⁴ De brief bevat nieuwe richtlijnen voor het beleid van Nederlandse pensioenfondsen om een ontoereikende vermogenspositie zowel op korte (bij onderdekking⁵) als op wat langere termijn (bij reservetekort) te voorkomen en te herstellen. Er lijkt sprake te zijn van een beginnende cultuurverandering in het prudentiële toezicht op de Nederlandse pensioenfondsen, te weten een overgang van meer reactief naar meer pro-actief toezicht. De PVK lijkt in de brief tevens meer aandacht te vragen voor macro-stabiliteit, dat wil zeggen voor de systeemrisico's die Nederlandse pensioenfondsen (kunnen) veroorzaken.

² De dekkingsgraad is een maatstaf voor de mate waarin de verplichtingen van pensioenfondsen gedekt zijn door het aanwezige vermogen inclusief financiële buffers.

³ De Nederlandsche Bank (DNB) en de Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK) hebben intussen aangekondigd te willen gaan fuseren tot een nieuwe prudentiële toezichthouder die zal waken over zowel micro- als macrostabiliteit.

⁴ Het zij hier opgemerkt dat de brief een verdere explicitering van het huidige prudentiële toezicht beoogt, zoals dat in februari 1997 in de Actuariële Principes Pensioenfondsen is neergelegd. De brief kan gezien worden als een tussentijdse invulling van en voorloper op het financieel toetsingskader, dat in 2006 zijn intrede zal doen (PVK, 2002a,b).

⁵ Van onderdekking is sprake als de dekkingsgraad van de verplichtingen lager is dan 100%. Daarnaast is een reserve algemene risico's noodzakelijk (PVK, 2002d).

1.1 Probleemstelling

Welke systeemrisico's kunnen de Nederlandse pensioenfondsen veroorzaken en wat impliceert dit voor prudentiële regelgeving en toezicht? Deze studie werpt de vraag op of het prudentiële toezicht uitgevoerd door de PVK op pensioenfondsen moet worden uitgebreid met een macro-dimensie.⁶ Op deze wijze zou de PVK naast aan micro-stabiliteit meer aandacht kunnen besteden aan macro-stabiliteit (systeemrisico).

Onder welke voorwaarden leiden problemen in de pensioensector tot een systeemrisico? Op de eerste plaats, er moet sprake zijn van een *gebeurtenis*, dat wil zeggen het bekend worden van *slecht nieuws*. Op de tweede plaats, bij een gebeurtenis kan het gaan om een *schok* of een *trend* die één (een idiosyncratische schok of trend) of meerdere (een systematische schok of trend) pensioenfondsen treffen. Schokken zijn snelle gebeurtenissen die de financiële positie van pensioenfondsen op korte termijn beïnvloeden. Trends zijn daarentegen langzame gebeurtenissen die de financiële positie van pensioenfondsen op lange termijn beïnvloeden.⁷ Ten derde, om van een *systeemgebeurtenis* te kunnen spreken, is het noodzakelijk dat de schok of trend leidt tot systeem-falen. *Systeemrisico* is dus de mogelijkheid dat zich een gebeurtenis voordoet die tot systeem-falen leidt. Twee varianten van systeem-falen kunnen worden onderscheiden (zie Hartmann en De Bandt, 2002, p. 13):⁸

- Aanhoudende tekorten bij één of meerdere pensioenfondsen leiden tot een collectief vertrouwensverlies in het pensioensysteem waardoor het *voortbestaan van de pensioensector* in gevaar komt (*horizontale systeemrisico's*). Dit vertrouwensverlies in de pensioensector heeft grote gevolgen voor het economische gedrag van de private sector.⁹ In Japan zijn bijvoorbeeld bij gezinnen grote twijfels over het kunnen rekenen op de door pensioenuitvoerders toegezegde pensioenen. Dit heeft geresulteerd in aanpassingen in consumptie, besparingen en investeringen die niet gemakkelijk zijn te voorspellen in macro-econometrische modellen. Er is momenteel geen zorg over het voortbestaan van het Nederlandse pensioenstelsel, ook niet na de sluipende beurskrach in de afgelopen jaren (Ewijk, 2003, p. 76). Nederland staat er ook met de aankomende vergrijzing nog steeds goed voor.
- Aanhoudende tekorten bij één of meerdere pensioenfondsen leiden tot *doorwerkingseffecten van de pensioensector naar andere sectoren van de economie* inclusief de financiële markten en de andere

⁶ Merk op dat de prudentiële toezichtstaak van de PVK een afgeleide is van de wetgeving (de Pensioen- en spaarfondsenwet). De uitbreiding van de prudentiële toezichtstaak met een macro-dimensie vereist dus een aanpassing van de pensioenwetgeving.

⁷ Ter afbakening gaat deze studie alleen in op systeemshokken.

⁸ Zie in verband met wat nu fundamenteel het systeemrisico van pensioenfondsen inhoudt, de OFHEO definitie van systeemrisico (OFHEO, 2003, Chapter One, Defining Systemic Risk, pp. 7-29).

⁹ Minder vertrouwen betekent hogere risicopremies in de economie, hetgeen tot welvaartsverlies leidt (Akerlof's 'lemons principle' toegepast op pensioenfondsen en verzekeraars).

financiële instellingen (*verticale systeemrisico's*). De Nederlandsche Bank (2002c) schrijft in het Kwartaalbericht van december 2002: “Echter, wanneer een groot aantal pensioenfondsen zich op hetzelfde moment genoodzaakt zou zien tot beleidsaanpassingen, is het vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit tevens van belang te onderkennen welke macro-economische effecten daarvan het gevolg zouden kunnen zijn.” Met andere woorden, verticale systeemrisico's leiden tot een focus op *macro-economische spillovers* vanuit de pensioensector (aanpassing beleggingsbeleid, premieverhogingen, bijstortingen door sponsor, beperking van de indexatie, kortingen op pensioenrechten).

Het uiteindelijke effect van verticale en horizontale systeemrisico's dient substantieel te zijn en wordt afgemeten aan het negatieve (tijdelijke/statische) effect op het macro-economische *output niveau* of het negatieve (permanente/dynamische) effect op macro-economische *output groei*.¹⁰

Systeemrisico's die Nederlandse pensioenfondsen veroorzaken hebben dikwijls te maken met een ontoereikende vermogenspositie van pensioenfondsen en met de wegen die pensioenfondsen (verplicht zijn te) bewandelen om een ontoereikende vermogenspositie te herstellen. Met een ontoereikende vermogenspositie wordt een situatie van onderdekking of reservetekort bedoeld:

- Er is sprake van onderdekking indien de middelen niet langer toereikend zijn om de voorziening pensioenvermogen en de reserve voor algemene risico's te dekken.
- Van een reservetekort is sprake indien de middelen ontoereikend zijn om naast de voorziening pensioenvermogen en de reserve voor algemene risico's ook nog de vereiste reserve beleggingsrisico's en de andere bestemde reserves te dekken.

De PVK verplicht Nederlandse pensioenfondsen om een situatie van onderdekking in principe binnen één jaar te herstellen.¹¹ Voor een reservetekort is de voorgeschreven hersteltermijn evenwel langer (tussen de twee en acht jaar). Ter afbakening van de probleemstelling zal deze studie zich beperken tot de systeemrisico's die zich op de korte termijn doen gelden en die dus voornamelijk gerelateerd zijn aan het herstellen van onderdekking of reservetekort als gevolg van een *schok*. Systeemrisico's als gevolg van *trends* komen in de lang-termijn-pensioenstudie van het CPB aan de orde. Laatstgenoemde studie zal ook ingaan op de intergenerationele aspecten van pensioenfondsen, die vooral op de langere termijn spelen.

¹⁰ Zo laten berekeningen van De Nederlandsche Bank (2002c) de gevolgen zien van een verhoging van pensioenpremies voor bedrijven en overheid met respectievelijk 4 en 6% van het bruto loon, in combinatie met een wereldwijde aandelenkoersdaling van 20%. Hierdoor zou de BBP-groei gedurende vier jaar elk jaar met gemiddeld 0,5 %-punt worden verlaagd.

¹¹ De PVK-brief bevat een opening tot maatwerk. De PVK (2002d) schrijft: “Als de omvang of de oorzaken van de onderdekking een ander tijdpad indiceren, dan zal de PVK dat opleggen”.

1.2 Doel en doelgroep

Het doel van dit memorandum is het bieden van een kwalitatieve analyse van de systeemrisico's veroorzaakt door Nederlandse pensioenfondsen en het vaststellen van de mogelijke implicaties daarvan voor het prudentiële toezicht. De bevindingen dienen als voorstudie¹² voor de lange-termijn-pensioenstudie van het CPB, die in de tweede helft van 2003 verschijnt. De doelgroep bestaat uit de pensioenwereld, beleidsmakers en andere toezichthouders. Commentaar op deze voorstudie is van harte welkom.

1.3 Indeling van de studie

Deze studie is als volgt ingedeeld. Hoofdstuk 2 geeft een beschrijving van wat pensioenfondsen zo bijzonder maakt ten opzichte van andere financiële instellingen zoals banken en verzekeringsmaatschappijen. Hoofdstuk 3 bespreekt waarom prudentieel toezicht op pensioenfondsen uit micro-oogpunt gewenst is. Hoofdstuk 4 bespreekt waarom naast micro- ook macro-prudentieel toezicht op pensioenfondsen noodzakelijk kan zijn, en inventariseert tevens de verticale systeemrisico's die Nederlandse pensioenfondsen (kunnen) veroorzaken. Hoofdstuk 5 bespreekt de huidige vormgeving van het prudentiële toezicht op de Nederlandse pensioenfondsen. Daarbij staat de PVK-brief 'Uitgangspunten voor de financiële opzet en positie van pensioenfondsen' centraal. In hoofdstuk 6 komen ervaringen met het prudentiële toezicht in het Verenigd Koninkrijk (VK) aan de orde. Hoofdstuk 7 concludeert.

2 Specifieke kenmerken van pensioenfondsen

Waarin onderscheiden Nederlandse pensioenfondsen zich van andere financiële instellingen?

2.1 Zijn kapitaalgedekte pensioenfondsen bijzonder?

Welke karakteristieken maken *kapitaalgedekte* pensioenfondsen¹³ in een DB-stelsel anders dan banken respectievelijk verzekeringsmaatschappijen?

¹² In een andere voorstudie analyseert Van Vuren (2003) de financiële consequenties van de nieuwe PVK-regels.

¹³ Een kapitaalgedekt pensioenfonds is een collectieve overeenkomst tussen een of meer werkgevers met (een deel van) hun werknemers over een pensioenvoorziening.

1. Passiva.

Aan de passivazijde van de balans verschillen kapitaalgedekte pensioenfondsen *traditioneel* van banken in het feit dat het uit te keren bedrag bij het aangaan van het pensioencontract niet is vastgelegd. Kapitaalgedekte pensioenfondsen schieten als het ware op een *'moving target'* van nominale pensioenverplichtingen, die stijgen door inflatie en vergrijzing.¹⁴ Het uiteindelijk pensioen in een DB-stelsel is 'gegarandeerd' in tegenstelling tot het pensioen in een DC-stelsel ('defined contribution', beschikbare premieregeling) dat afhankelijk is van de beleggingsopbrengst. Bij banken staat de uitbetaling gedeeltelijk van te voren vast. De nominale waarde van het depositocontract moet altijd volledig terugbetaald worden. Alleen de uitbetaling van de rente op het depositocontract is variabel. De uitbetaling van beleggingsfondsen van banken is (meestal) weer niet van te voren vastgelegd, en is variabel in de zin van onzekere beleggingsrendementen. Pensioenfondsen verschillen dus niet wezenlijk van banken met beleggingsfondsen. Een levensverzekeringsmaatschappij keert een bepaalde som uit aan de verzekerde, of de door hem of haar aangewezen begunstigde, bij het overlijden van de verzekerde of op een vaste datum.¹⁵ Als de uitgekeerde som afhangt van onzekere beleggingsrendementen zijn pensioenfondsen daarin dus niet uniek. Natura-uitvaartverzekeringen kennen net als pensioenfondsen een onzekere eindwaarde van hun product (namelijk de pakketwaarde). Ook bij langlopende aansprakelijkheidsverzekeringen is er duidelijk sprake van inflatierisico. Daarin zijn kapitaalgedekte pensioenfondsen dus ook niet uniek.

2. Uitbetaling contingent op activawaarden.

Kapitaalgedekte pensioenfondsen kunnen – als de middelen tekortschieten en de reglementen dat toelaten – snijden in de pensioenrechten, bijvoorbeeld door de indexering van de nominale verplichtingen achterwege te laten.¹⁶ Maar de waarde van een depositocontract van banken is niet 'contingent' op activawaarden, dat wil zeggen dat nominale depositowaarden niet aan lagere activawaarden kunnen worden aangepast.¹⁷

3. Looptijden-mismatch.

Pensioenfondsen en levensverzekeraars werden traditioneel gekenmerkt door de (zeer) lange termijn van hun activiteiten, zowel aan de passiva- als aan de activazijde van de balans. De stabiliserende rol die pensioenfondsen en levensverzekeraars hierdoor hadden weerspiegelde zich in een kleinere looptijden-mismatch (en bijbehorende risico-mismatch) van activa en passiva dan

¹⁴ Dit is niet het geval voor pensioenfondsen die volledig zijn herverzekerd bij een verzekeraar.

¹⁵ Dit hangt van het contract af.

¹⁶ Het pensioencontract is incompleet.

¹⁷ Het depositocontract is compleet.

die bij banken. Banken financierden zich traditioneel met deposito's en spaargelden die van natura kortlopend waren, die zij investeerden in lange-termijn leningen. Nochtans is in de huidige tijd de looptijden-mismatch van levensverzekeraars en pensioenfondsen niet noodzakelijkerwijs kleiner dan die van banken. De looptijden-mismatch van levensverzekeraars¹⁸ en pensioenfondsen¹⁹ kan wel degelijk groot zijn. DNB (2002c, p. 24) verwoordt het als volgt: "In principe werden pensioenfondsen traditioneel gezien als een stabiliserende factor vanwege hun lange beleggingshorizon en hun vermogen om op korte termijn marktschommelingen te accommoderen. [...] de recente forse koersdalingen hebben aangetoond dat de veronderstelling van de stabiliserende rol van pensioenfondsen niet langer opgaat bij marktontwikkelingen die slechter zijn dan de scenario's die pensioenfondsen in hun risicoanalyses hanteren. Het verdampen van reserves of zelfs het ontstaan van onderdekking kan pensioenfondsen dan dwingen om hun lange-termijnstrategie los te laten. Dit is niet alleen nadelig voor de fondsen zelf, maar ondergraaft ook hun stabiliserende werking op financiële markten."

4. Funding en paniekopvragingen.

Aangezien de aan pensioenfondsen betaalde bijdragen (premies en bijstortingen) over het algemeen niet kunnen worden opgenomen voordat de pensioengerechtigde leeftijd is bereikt, kampen pensioenfondsen niet zoals banken met zoiets als *deposito paniekopvragingen* (runs) – in afwezigheid van een depositoverzekering. Banken zijn voor het merendeel van hun 'funding' afhankelijk van (mogelijk) volatiele, ongedekte en op korte-termijn-opvraagbare deposito's, terwijl pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen een veel stabielere en zekere funding in de vorm van premies hebben. Niettemin, de funding van pensioenfondsen kan onzeker zijn in geval van tekorten welke niet door de sponsor worden gecompenseerd, althans niet op basis van een juridisch afdwingbaar contract.

5. Liquiditeitsrisico.

De activa van pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen (aandelen en obligaties) zijn in het algemeen meer *liquide* dan de activa van banken (leningen). De activa van pensioenfondsen zijn in het algemeen snel verkoopbaar met gemakkelijk te bepalen waarderingen.

¹⁸ Uit een kwantitatieve analyse van Bikker en Van Lelyveld (2002) blijkt dat de gemiddelde levensverzekeraar een grotere rente-mismatch heeft dan de gemiddelde bank.

¹⁹ Als vuistregel kan men hanteren dat de duratie (een maatstaf voor de looptijd van een obligatie die rekening houdt met tussentijdse couponbetalingen) van de pensioenverplichtingen circa 10 à 15 is, terwijl de duratie van de vastrentende beleggingen van een gemiddeld pensioenfonds ergens tussen de 5 à 7 ligt. Dus de duratie-mismatch van een gemiddeld pensioenfonds ligt ergens tussen de 5 à 8.

6. Bestaansrecht.

Het bestaansrecht van banken is gelegen in het *verlenen van krediet* aan kleine en middelgrote ondernemingen²⁰, het *verschaffen van liquiditeit* aan depositohouders (dat wil zeggen het omzetten van kortlopende deposito's in langlopende leningen), en het poolen van risico's in verband met de sterke informatie-inhoud van bankactiva. Het bestaansrecht van kapitaalgedekte pensioenfondsen is gelegen in het *organiseren van collectiviteiten* op basis van *solidariteit* (De Laat, Van de Ven en Canoy, 2000, hoofdstuk 4, pp. 91-132). De schaalvoordelen van kapitaalgedekte pensioenfondsen houden transactiekosten laag. Bovendien worden excessieve marketing, screening en selectie voorkomen doordat deelname verplicht is. De regelingen corrigeren ook voor kortzichtigheid en voor het beperkte inzicht van consumenten in complexe pensioenproducten. Door het verplichte karakter kunnen DB pensioenfondsen schokken en trends verevenen tussen generaties. DB pensioenfondsen verminderen conflicten tussen generaties. In dit opzicht lossen pensioenfondsen een marktfaal op, aangezien het onmogelijk is om via de markt contracten te sluiten met generaties die nog geboren moeten worden. DB pensioenfondsen dragen bij aan de spreiding van risico's tussen generaties. De nadruk op DB (gegarandeerde aanspraken), in plaats van de voor pensioengerechtigden veel riskantere DC, waarin iedereen voor eigen rekening en risico zijn pensioen regelt is één van de sterke punten van het Nederlandse pensioensysteem (Boot, 2003, p. 52). DB pensioenfondsen kunnen poolen met toekomstige generaties. Het poolen van risico's hebben pensioenfondsen gemeen met banken en verzekeraars.

7. Beleggingsrisico's.

Traditioneel bestonden de beleggingsrisico's in het bankwezen vooral uit *kredietrisico's*. Risico's in het bankieren ontstaan door de aard en de informatie-asymmetrie van bancaire contracten en omdat er nog steeds geen goed ontwikkelde tweedehands markt voor bancaire leningen bestaat, waardoor leningen moeilijk zijn te waarderen. Banken specialiseren zich in het beoordelen van de relatieve levensvatbaarheid van projecten van ondernemers en verschaffen leningen aan deze ondernemers. De beoordeling is gebaseerd op informatieproductie over deze projecten. Vanwege de aanzienlijke 'funding' die ze ontvangen van vele kleine, relatief slecht geïnformeerde depositohouders en het bestaan van een opvangnet (depositogarantie) in reactie op de hiervoor genoemde kwetsbaarheid, kunnen banken geneigd zijn te veel risico te nemen bij de keuze van de projecten die ze financieren (voor de theoretische fundering van deze kwesties zie Diamond 1983, Diamond 1984, en Diamond en Rajan 2001). De traditionele risico's bij pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen zijn daarentegen vooral *marktrisico's*. Marktrisico is het risico van verlies als gevolg van veranderingen

²⁰ Banken zijn anders dan pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen ook bijzonder belangrijk als de hoofdaanbieder van financiering aan kleine en middelgrote ondernemingen. Het is moeilijk voor deze groep ondernemingen om alternatieve financieringsbronnen aan te boren, als het bankwezen niet meer functioneert.

in marktprijzen. Twee voorbeelden van marktrisico's zijn: het koersrisico (een daling van aandelenprijzen) en het renterisico (door een algemene daling van de rente stijgen de verplichtingen harder in waarde dan de vastrentende beleggingen bij een mismatch zoals hierboven beschreven). Het *lang-levenrisico* is op lange termijn ook een substantieel verzekeringstechnisch risico van pensioenfondsen. Het bijzondere van pensioenfondsen is ook de lange termijn van sommige risico's vanwege het langlopende karakter van de rechten van de deelnemers aan een pensioenfonds. Het pensioenfonds heeft daarom een langere tijdshorizon. Macro-risico's zoals inflatie- en loonstijging zijn ook belangrijke risico's voor pensioenfondsen.

8. Besmetting en systeemcrisis.

Door genoemde blootstelling aan runs en informatie-asymmetrieën, en de afwezigheid van goede veiligheidsvoorzieningen ('fractional reserves holding') bij banken, is er het risico dat problemen van de ene bank als gevolg van een *idiosyncratische schok* zich *sequentieel* (volgtijdelijk) voortplanten naar één of meer andere banken, waardoor een vorm van systeemrisico – het risico van *besmetting* – gecreëerd wordt. De besmettingsvorm van systeemrisico is kleiner bij pensioenfondsen omdat de directe verbondenheid tussen pensioenfondsen onderling veel minder sterk is dan die tussen banken.²¹ Ook verzekeringsmaatschappijen zijn via de herverzekeringmarkt direct met elkaar verbonden waardoor de directe besmettingsvorm van systeemrisico bij verzekeringsmaatschappijen groter is dan bij pensioenfondsen, maar kleiner dan die bij banken. Banken zijn sterk met elkaar verbonden door omvangrijke interbancaire leningen en het betalingssysteem. Het is vervelender als banken niet meer aan hun verplichtingen kunnen voldoen. Dan ontstaat het domino-effect dat ook ondernemingen het niet meer kunnen en is het kredietrisico voor het totaal aan activa groot. Bij pensioenfondsen is van *directe* besmetting niet of nauwelijks sprake. *Indirecte* besmetting tussen pensioenfondsen onderling is wel denkbaar. Indirecte besmetting tussen pensioenfondsen loopt bijvoorbeeld via het financiële systeem, de werkgevers, de werknemers en de overheid (zie verder hoofdstuk 4). De andere vorm van systeemrisico is dat een *systematische schok* de levensvatbaarheid van een groter aantal projecten doet verslechteren, en daarbij een groter aantal banken *tezamen* en *tegelijktijd* in de problemen brengt. Deze vorm van systeemrisico staat in de literatuur bekend als een *systeemcrisis*.²² Belangrijk voor het onderscheid tussen een besmetting en een systeemcrisis is

²¹ En zolang er bij pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen geen duidelijke 'lender of last resort' waarneembaar is, en er geen expliciete garantie van uitbetaling is, treden er ook niet direct de zogenoemde *moreel risico*-problemen op waartegen bescherming moet worden geboden. De zorg voor een stabiele bankensector en de bescherming van de consument/depositouder vormen de motivatie voor talrijke speciale regulerings- en supervisie-activiteiten in de bankensector (inclusief speciale banklicenties, 'fit en proper' tests voor managers, kapitaalvereisten etc.) en de motivatie voor het bestaan van opvangnetten in de vorm van depositoverzekeringen en 'lender of last resort'-faciliteiten.

²² De Bandt en Hartmann (2000) bespreken uitvoerig de definitie van systeemrisico.

dus het *domino-effect* van de voortplanting bij besmetting. Ook pensioenfondsen zijn niet resistent tegen een systeemcrisis.

De (potentiële) effecten van idiosyncratische en systematische schokken kunnen tijdelijk of permanent zijn. Permanente schokken zijn natuurlijk veel belangrijker dan tijdelijke schokken. Voorbeelden van *tijdelijke* idiosyncratische schokken op pensioenfondsen zijn interne fraude, een menselijke fout of een computerstoring. Een typisch voorbeeld van een *permanente* idiosyncratische schok op een pensioenfonds is het omvallen (faillissement) van de moederonderneming (sponsor) van het pensioenfonds. Voorbeelden van *tijdelijke* systematische schokken zijn een aandelencrash en een plotselinge reële loon-, rente- of inflatiestijging. Een voorbeeld van een *permanente* systematische schok is een verlaging in de pensioenleeftijd.

Tabel 2.1 vat de verschillende typen schokken in een *vereenvoudigd* overzicht samen. Sommige tijdelijke systematische schokken (bijvoorbeeld een reële loonstijging) kunnen natuurlijk ook als een permanente systematische schok geclassificeerd worden. Over het plaatsen van het 'omvallen van de sponsor' onder kredietrisico is ook discussie mogelijk. De verplichtingen van pensioenfondsen moeten op grond van de wet immers zodanig gefinancierd zijn dat ze zonder steun van de sponsor kunnen wikkelen (herverzekerden). Pas als de 100%-dekking wordt losgelaten wordt het omvallen van de sponsor een serieus kredietrisico. Een laatste kanttekening bij tabel 2.1 is dat de schokken genoemd in tabel 2.1 natuurlijk niet tot systeem-falen (horizontale of verticale systeemrisico's) hoeven te leiden. Integendeel, de meeste schokken op pensioenfondsen leiden niet tot systeemrisico's. Systeemschokken treden slechts zelden op, maar als ze optreden, kunnen de gevolgen groot zijn.

Tabel 2.1 Aard van neerwaartse schok op pensioenfondsen

	Tijdelijk	Permanent
Idiosyncratisch	Operationele risico's <ul style="list-style-type: none"> • interne fraude • menselijke fout • computerstoring 	Kredietrisico's <ul style="list-style-type: none"> • Omvallen sponsor
Systematisch	Marktrisico's <ul style="list-style-type: none"> • aandelencrash • rentedaling • valuta depreciatie Macro-risico's <ul style="list-style-type: none"> • reële loonstijging • inflatiestijging • korter gaan werken 	Politieke risico's <ul style="list-style-type: none"> • verlaging pensioenleeftijd • verlaging belastingaftrek premies lang-leven risico's <ul style="list-style-type: none"> • uitvinding medicijn

9. Sterke en zwakke systeemschokken.

Een systeemgebeurtenis is *sterk* als deze leidt tot het *faillissement* (sterk systeemrisico) en *zwak* als de gebeurtenis leidt tot een situatie van *onderdekking/reservetekort* maar niet tot een faillissement (zwak systeemrisico). Anders dan in het bank- en verzekeringswezen zijn systeemschokken in de pensioensector nooit als *sterk* te kwalificeren. Pensioenfondsen gaan niet failliet. Het pensioentoezicht richt zich op het voorkomen dat een pensioenfondsen in onderdekking/reservetekort komt. Lukt dat om één of andere reden niet, dan wordt op pensioenrechten gekort. Ook kan de DB-pensioenregeling worden ondergebracht bij een verzekeraar of worden omgezet in een beschikbare premie-regeling.

10. Deelname, aandeelhouders, winstoogmerk en vennootschapsbelasting.

Pensioenfondsen zijn ook uitzonderlijk omdat pensioenfondsen *geen winstoogmerk* hebben en zijn *vrijgesteld van vennootschapsbelasting*, anders dan banken en de meeste verzekeringsmaatschappijen.²³ Pensioenfondsen hebben *geen aandeelhouders* maar *deelnemers* ('stakeholders'): werknemers, werkgever(s), 'slapers' en gepensioneerden. Deelname aan DB pensioenfondsen is verplicht.²⁴ Pensioenfondsen mogen in principe geen commerciële activiteiten (winst maken) ontwikkelen. Dit impliceert dat pensioenfondsen geen individuele producten mogen aanbieden die traditioneel tot

²³ Verzekeraars zonder aandeelhouders en winstoogmerk (onderlinge waarborgmaatschappijen) bestaan ook. Dus het hebben van geen aandeelhouders en winstoogmerk is geen exclusieve eigenschap van pensioenfondsen.

²⁴ Voorzover een pensioenfonds of werkgever zijn pensioenregeling onderbrengt bij een verzekeraar is ook daar deelname verplicht voor de betreffende werknemers. Dat wijkt niet af van de situatie bij ondernemingspensioenfondsen (zogenoemde kleine verplichtstelling). Alleen voor bedrijfstakpensioenfondsen geldt dat ook de werkgevers niet vrij kunnen kiezen (zogenoemde grote verplichtstelling).

het terrein van verzekeraars behoren. Pensioenfondsen dienen de traditionele wezenskenmerken van pensioenfondsen – te weten collectiviteit en solidariteit – te respecteren bij alle producten die zij aanbieden (gedwongen winkelnering).²⁵ Als deze kenmerken niet of in onvoldoende mate onderdeel uitmaken van de gevoerde producten, dan lijken er geen gronden meer aanwezig om de bijzondere positie van de pensioenfondsen te rechtvaardigen (Minister van Financiën en de Staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 2000). Niettemin, pensioenverplichtingen verschillen niet wezenlijk van een levensverzekering met winstdeling. Zolang een pensioenfonds immers geld heeft keert het 'winst' c.q. een inflatietoeslag uit. Als de winst er niet is, krijgt men niets.

Tabel 2.2 vat de onderscheiden traditionele karakteristieken van banken, verzekeringsmaatschappijen en kapitaalgedekte pensioenfondsen samen.

²⁵ Zie ook Boot (2002, p. 53).

Tabel 2.2 De traditionele karakteristieken van banken, verzekeringsmaatschappijen en kapitaalgedekte pensioenfondsen

	Banken	Verzekeringsmaatschappijen	Kapitaalgedekte Pensioenfondsen
Uitbetaling	vastgelegd, gedeeltelijk variabel	vastgelegd of variabel	variabel
Uitbetaling contingent op activawaarden	nee	ja en nee, hangt af van verzekeringscontract	ja
Looptijden-mismatch	groot	klein	klein
Funding	instabiel/onzeker	stabiel/zeker	stabiel/zeker behalve ingeval van onderdekking en reservetekort
Paniekopvragingen	ja	nee	nee
Liquiditeitsrisico	ja	nee	nee
Bestaansrecht	verlenen van krediet, creëren van liquiditeit, poolen van risico's met huidige generatie	aanbieden van maatwerk, poolen van risico's met huidige generatie	organiseren van collectiviteiten op basis van solidariteit, poolen van risico's met toekomstige generaties
Beleggingsrisico's	kredietrisico	marktrisico	marktrisico en lang-leven risico
Besmetting	direct en indirect	direct en indirect	indirect
Systeemcrisis	ja	ja	ja
Systeemschokken	sterk en zwak	sterk en zwak	zwak
Deelname	vrije keuze	vrije keuze	verplicht
Aandeelhouders	ja	ja	nee
Winstoogmerk	ja	ja	nee
Vennootschapsbelasting	ja	ja	nee

2.2 Conclusie

De onderscheiden traditionele karakteristieken van pensioenfondsen verklaren waarom het toezicht op pensioenfondsen vooral gericht is op consumentenbescherming en niet op het voorkomen van systeeminstabiliteit. Omdat van directe besmetting tussen pensioenfondsen onderling geen sprake is, kan de prudentiële toezichthouder volstaan met het bewaken van de stabiliteit van *individuele* pensioenfondsen. Het prudentiële toezicht op pensioenfondsen draagt dan ook veeleer een micro-karakter d.w.z. toezicht is gericht op *individuele* pensioenfondsen, en niet zo zeer een macro-karakter, d.w.z. toezicht is gericht op *alle* pensioenfondsen tezamen. Desalniettemin spelen ook bij pensioenfondsen systeemelementen een rol. Bij pensioenfondsen treden er wel degelijk systeemrisico's op als gevolg van indirecte besmetting en systeemcrises. In het prudentiële toezicht op en de regulering van pensioenfondsen zou met deze systeemrisico's meer rekening kunnen worden gehouden. In het licht van de probleemstelling, of en hoe de PVK aandacht zou moeten geven aan macro-stabiliteit, zijn de verticale systeemrisico's daarbij het meest relevant. Ondanks de sluipende beurskrach is het voortbestaan van de Nederlandse pensioensector niet in het geding. Over horizontale systeemrisico's bestaat geen zorg. Aangezien het solvabiliteitstoezicht van de PVK

al een duidelijke macro-component heeft namelijk het bevorderen en handhaven van vertrouwen in pensioen- en verzekeringsmarkten²⁶, gaat het in de probleemstelling dus in het bijzonder om de vraag hoe de PVK naast aan micro-stabiliteit en horizontale systeemrisico's *meer aandacht zou kunnen besteden aan verticale systeemrisico's*.

De vorige paragraaf leerde ook dat kapitaalgedekte pensioenfondsen in de huidige tijd niet meer op alle punten als uniek te kenschetsen zijn. Er zijn wel degelijk overeenkomsten tussen pensioenfondsen, banken en verzekeraars.²⁷ Toch blijven er ook unieke wezenskenmerken (het poolen van risico's met toekomstige generaties, verplichte deelname, lange-termijn pensioencontracten) verbonden aan de Nederlandse kapitaalgedekte pensioenfondsen die specifiek prudentiële regulering van en toezicht op pensioenfondsen rechtvaardigen. De verschillende karakteristieken van pensioenfondsen enerzijds en banken en verzekeringsmaatschappijen anderzijds maken duidelijk dat volledige identieke prudentiële regulering van en toezicht op pensioenfondsen, banken en verzekeringsmaatschappijen niet gewenst is. Kapitaalgedekte pensioenfondsen dienen soms anders te worden behandeld dan banken en verzekeringsmaatschappijen.

Het volgende hoofdstuk bespreekt eerst de motieven voor micro-prudentiële regulering van en toezicht op pensioenfondsen.

3 Motieven voor micro-prudentiële regulering en toezicht

Waarom is micro-prudentiële regulering van en toezicht op pensioenfondsen noodzakelijk? Micro-prudentiële regulering en toezicht zijn noodzakelijk vanwege: informatie-asymmetrieën (paragraaf 3.1), inefficiëntie van het pensioenfonds als monopolist (paragraaf 3.2), en 'agency'-problemen (paragraaf 3.3).

²⁶ Weliswaar is er in het prudentiële toezicht op pensioenfondsen niet zozeer rekening gehouden met het macro-karakter, maar in de keuze van de wetgever (evenwicht en samenhang tussen omslag en kapitaaldekking) wel degelijk.

²⁷ Overigens zijn er wel grote culturele en institutionele verschillen die een andere beleidsmatige aanpak (kunnen) rechtvaardigen.

3.1 Informatie-asymmetrieën

Het complexe karakter van de pensioenbeslissing, onder andere door de vele onzekerheden waarvan sprake is en de lange tijdshorizon, veroorzaakt tal van informatieproblemen (De Laat, Van de Ven en Canoy, 2000, p. 61). Door de kortzichtigheid en het beperkte inzicht in complexe pensioenproducten bouwt de consument (pensioendeelnemers en -gerechtigden) een (te) laag pensioen op en/of maakt de consument de verkeerde productkeuze. De consument kan bovendien door het gesloten karakter van pensioenfondsen en de vaagheid (ondoorzichtigheid en incompleetheid) van het pensioencontract in de praktijk niet goed beoordelen hoe het pensioenfonds ervoor staat. Hierdoor is er noodzakelijkerwijs een belangrijke prudentiële rol voor een toezichthouder weggelegd. De toezichthouder is immers de enige (behalve misschien de bestuurders van het pensioenfonds) die toegang heeft tot informatie waarmee hij kan vaststellen of het pensioenfonds solvabel is en of het pensioenfonds alle opgebouwde pensioenrechten van de consument nakomt. De OECD (2000c, p. 2) stelt: “[...] experience shows that many individuals are not sufficiently able to make well-informed choices about these long term saving products nor are they able to assess the long-term security of suppliers”. Volgens Alan Pickering (2002, p. 1) is overheidsingrijpen in de pensioenmarkt ook in de huidige tijd van transparantie en informatieverstrekking nog steeds noodzakelijk: “As in every market, the consumer has a role to play in the regulatory system. In the pensions market, however, it was acknowledged that there would always be an asymmetry of knowledge between the professional and the consumer. This recognition illuminated our consideration of the role that can be played by the provision of information to consumers by the various parties with whom they deal. In the past, disclosure has been seen as a cure-all. As a consequence, consumers may have suffered from information overload. Such information might have been ignored or could have acted as a disincentive to taking a course of action which was in the consumer’s own interest”.

3.2 Inefficiëntie van het pensioenfonds als monopolist

De toezichthouder ziet ook toe op inefficiëntie bij het pensioenfonds als monopolist. De consument heeft geen andere keuze dan deelname aan het pensioenfonds van de werkgever (Bakker en Van Dam, 1995). Het pensioenfonds heeft dan geen prikkel tot doelmatigheid en professioneel

risicobeheer.²⁸ Disciplineren van het pensioenfondsbestuur door werknemers is slechts gedeeltelijk mogelijk. Deelname van werknemers is verplicht zodat van disciplineren van pensioenfondsen door het markmechanisme minder sprake is dan in het bankwezen. Wel is het zo dat werknemers natuurlijk door verandering van baan naar een ander pensioenfonds kunnen overstappen. Overigens kan een ontevreden werkgever wel wisselen. Werkgevers kunnen een verplicht gesteld bedrijfstakpensioenfonds verlaten als de beleggingsresultaten, gemeten over vijf jaar met de zogenoemde z-score²⁹, onvoldoende zijn. In de startperiode van de z-score is die periode korter. De toets is gestart na de eerste drie jaar, dan volgt de vierjaarstoets, waarna blijvend over vijf jaar getoetst wordt. Het kostenbewustzijn bij ondernemingspensioenfondsen is groter dan bij bedrijfstakpensioenfondsen. Een ondernemingspensioenfonds wordt opgericht door de onderneming. Diezelfde onderneming kan ook besluiten om te stoppen met de regeling en de toekomstige opbouw elders (eigen bedrijfstakpensioenfonds of een verzekeraar) onder te brengen. De laatste jaren is dit fenomeen erg sterk. De nauwe band met de aangesloten onderneming maakt echter het kostenbewustzijn van de ondernemingspensioenfondsen nog hoger dan bij bedrijfstakpensioenfondsen. De effecten zijn moeilijk te kwantificeren omdat juist in de sfeer van de ondernemingspensioenfondsen veel kosten versluierd worden omdat de werkgever (via de personeels- en salarisadministratie) een onbekend deel voor zijn rekening neemt.

3.3 Agency-problemen

Agency-problemen tussen pensioenfondsbestuur en deelnemers

De pensioenuitbetaling hangt af van het gedrag van het pensioenfonds nadat het *lange-termijn*-pensioencontract is aangegaan tussen de deelnemers. Het bestuur van het pensioenfonds (of de vermogensbeheerder waaraan het beleggingsbeleid is uitbesteed) heeft een zogenoemde 'fiduciary role' jegens deelnemers. Omdat het bestuur van het pensioenfonds niet de eigenaar is van de ingelegde premies en pensioendeelname verplicht is, kan het bestuur van het pensioenfonds een prikkel hebben zich plotseling risicovoller te gaan gedragen (*moreel risico*) door bijvoorbeeld meer in aandelen te gaan beleggen. Bij een positief rendement deelt het bestuur mee in de winst (de 'upside'), maar bij een negatief rendement dragen de deelnemers (bijna) het hele verlies. Het

²⁸ De Laat, Van de Ven en Canoy (2000, pp. 85-86) onderscheiden drie varianten van inefficiëntie: productie-inefficiëntie, allocatieve inefficiëntie en dynamische inefficiëntie. Productie-inefficiëntie treedt op wanneer oudedagsvoorzieningen niet tegen de laagst mogelijke kosten worden geproduceerd. Bij allocatieve inefficiëntie sluiten vraag en aanbod niet goed op elkaar aan. Productie-inefficiëntie en allocatieve inefficiëntie zijn vormen van statische inefficiëntie: gebrekkige doelmatigheid op een bepaald moment. Dynamische inefficiëntie zegt iets over doelmatigheid door de tijd heen.

²⁹ Een z-score is de afwijking van het werkelijk behaalde rendement vergeleken met het rendement van de door het fondsbestuur gekozen normportefeuille.

pensioenfondsbestuur neemt dan de 'downside risk' niet voldoende mee bij het bepalen van de beleggingsportefeuille (De Laat, Van de Ven en Canoy, 2000, p. 65). De belangen van de deelnemers en het pensioenfondsbestuur lopen niet parallel. De OECD(2000c, p. 2) omschrijft dit agency-probleem tussen pensioenfondsbestuur en deelnemers als volgt: "Pension schemes [...] may not be able to deliver on their contractual promises for a variety of reasons, including the incompetence and dishonesty of their management". De toezichthouder ziet namens deze 'machteloze' deelnemers toe op het bestuur. De toezichthouder is genoodzaakt in te grijpen, bijvoorbeeld door grenzen te stellen aan de risico's die pensioenfondsbesturen mogen nemen in de vorm van solvabiliteitseisen (zie hoofdstukken 5 en 6).

Bovendien kan de consument zoals gezegd het lange-termijn-pensioencontract niet zomaar van de hand doen. Bij pensioenproducten is nauwelijks sprake van herhalingsaankopen. Het pensioenproduct koopt men vaak slechts één maal (De Laat, Van de Ven en Canoy, 2000, p. 19). Alan Pickering (2002) begint zijn pensioenstudie ter voorbereiding van een nieuwe pensioenwet in het VK met deze constatering: "[...] unlike groceries, pensions are not bought on a weekly basis". Deelnemers zullen dikwijls ook minder geneigd zijn informatie te vragen over de risico's die ze lopen. De 'markt' (deelnemers/sociale partners) oefent in dat geval geen disciplinerende werking uit op het bestuur van het pensioenfonds. Er is dan een belangrijke rol weggelegd voor de pensioentoezichthouder. De toezichthouder ziet namens de 'markt' toe op de naleving van het pensioencontract (belangenbehartiging). De toezichthouder is immers de enige die toegang heeft tot de gedetailleerde informatie om bijvoorbeeld de solvabiliteit van het fonds te beoordelen. Het agency-probleem tussen het pensioenfondsbestuur en de 'markt' wordt in dat geval omgevormd tot een agency-probleem tussen de toezichthouder en het pensioenfondsbestuur.³⁰

Agency-problemen tussen pensioenfonds en de overheid

Een laatste bron van agency-problemen is het agency-probleem tussen het pensioenfonds en de overheid. De kosten van de 'pensioen put' (het kredietrisico van de pensioengerechtigden op het pensioenfonds) (Kocken, Capelleveen en Engel, 2001) lopen op naarmate de risico's die het pensioenfonds neemt groter zijn. De overheid als hoeder van het algemeen belang zal het afschuiven van pensioenfondsriskico's op belastingbetalers willen voorkomen. Eventuele tegenvallers en meevallers in de beleggingsopbrengsten of de verplichtingen van pensioenfondsen moeten in beginsel gedragen worden door de actieven. Verplichtingen moeten telkens volledig gefinancierd zijn. Via buffers ontstaat een bepaalde spreiding over generaties. De overheid behartigt dan ook de belangen van toekomstige generaties. In geval van een grote onderdekking die inbreuk maakt op

³⁰ Er bestaat dan het gevaar dat de belangen van de pensioenfondsbesturen en de toezichthouder teveel gaan samenvallen. Dit wordt in de literatuur ook wel aangeduid met de term 'regulatory capture'.

pensioenrechten – zo is vaak de verwachting – zal de overheid wel te hulp komen en bijspringen om het algemene belang te dienen. Dit betekent een potentiële claim op belastinggeld omdat de middelen van de toezichthouder zelf tekortschieten. Vandaar dat de overheid als een soort 'lender of last resort' op de achtergrond toch weer een rol speelt, waardoor bij pensioenfondsen een *moreel risico* ontstaat om bijvoorbeeld te risicovol te gaan beleggingen.

3.4 Conclusie

Dit hoofdstuk besprak de micro-motivering voor prudentiële regulering van en toezicht op pensioenfondsen. Micro-prudentieel toezicht op pensioenfondsen is nodig omdat een onderdekking of reservetekort van een pensioenfonds negatieve gevolgen kan hebben voor de consument en de overheid, zelfs als er geen systeemrisico's zijn.³¹ Ook het gevaar dat pensioenfondsen een competitief voordeel hebben op andere financiële instellingen (met name levensverzekeringsmaatschappijen) in het aantrekken van besparingen kan al reden zijn om ook voor pensioenfondsen prudentiële regels in te voeren ('level playing field/fair competition').

4 Systeemrisico's en consequenties voor prudentiële regulering en toezicht

Zoals geconcludeerd in paragraaf 2.2, gaat het in de probleemstelling dus om de vraag hoe de PVK naast aan micro-stabiliteit en horizontale systeemrisico's meer aandacht zou kunnen besteden aan verticale systeemrisico's. Dient de PVK bij de toepassing van het toezichtsinstrumentarium ook te letten op macro-economische consequenties? Verticale systeemrisico's zijn in Nederland het meest relevant en maken nog geen deel uit van de macro-component van het huidige solvabiliteitstoezicht van de PVK.

Dit hoofdstuk bespreekt op een aantal terreinen verticale systeemrisico's die (kunnen) worden veroorzaakt door Nederlandse pensioenfondsen: systeemrisico's en het financiële systeem (paragraaf 4.1), systeemrisico's en de werkgevers (paragraaf 4.2), systeemrisico's en de werknemers (paragraaf 4.3), systeemrisico's en de overheid (paragraaf 4.4) en demografische systeemrisico's (paragraaf 4.5). Paragraaf 4.6 geeft de motivatie voor prudentieel toezicht op pensioenfondsen vanuit een macro-invalshoek. Paragraaf 4.7 werkt de potentiële spanning tussen micro- en macro-toezicht verder uit. Paragraaf 4.8 concludeert.

³¹ Deze conclusie is een toepassing op pensioenfondsen van de rechtvaardiging voor prudentiële regulering van en toezicht op banken en verzekeraars zoals beschreven in Goodhart et al. (1998).

4.1 **Systeemrisico's en het financiële systeem**

Aan pensioenfondsen wordt traditioneel evenals aan andere institutionele beleggers door hun lange-termijn horizon een stabiliserende rol toegedacht op het financiële systeem. Davis (2001a, p. 17) betoogt: "In general, a financial system characterised by institutional investors and extensive capital market financing may be more stable than a bank-based one, especially if there is mispriced safety net protection in the latter and low values of banking charters. For in normal times, institutional investors, having good information and low transaction costs, are likely to speed the adjustment of asset prices to fundamentals; this should entail price volatility only to the extent that fundamentals are themselves volatile. Moreover, the diversity in types and sizes of institutional investors – in their liabilities, incentives and consequent attitude to risk – should be stabilising to financial markets. The liquidity that institutional activity generates may dampen volatility, as is suggested by lower share price volatility in countries with large institutional investors". Pensioenfondsen hebben door hun lange-termijn-tijdshorizon een stabiliserende rol. Immers slechts een gedeelte van alle opgebouwde pensioenrechten is op het moment dat de schok het pensioenfonds raakt, in uitbetaling. Bovendien, in tegenstelling tot bijvoorbeeld Engelse pensioenfondsen beschikken Nederlandse pensioenfondsen gewoonlijk over hoge buffers waarmee zij neerwaartse schokken kunnen opvangen en onzekere tijden kunnen uitzitten waardoor ze zich kunnen blijven richten op de lange termijn.

In de analyse is het dus conceptueel nuttig onderscheid te maken tussen de systeemrisico's van schokken op pensioenfondsen wanneer reeds sprake is van een onevenwichtige situatie (onderdekking of reservetekort) en de systeemrisico's van schokken op pensioenfondsen in een evenwichtige situatie. Het pensioenfonds kan zich niet of niet helemaal blijven richten op de lange termijn als het zich op het moment van de schok al in een situatie van onderdekking of reservetekort bevindt. Er is dan geen (onderdekking) of onvoldoende buffervermogen (reservetekort) om het effect van de schok op te vangen. Voor een reservetekort is de voorgeschreven hersteltermijn evenwel langer (tussen de twee en acht jaar) dan voor een dekkingstekort (binnen één jaar of binnen drie jaar bij onredelijke situaties) waardoor de systeemrisico's evenwichtiger verdeeld zijn in de tijd.

Hoewel Nederlandse pensioenfondsen in principe door de lange-termijn-tijdshorizon en buffers een stabiliserende rol spelen, zijn er enkele redenen te noemen die deze rol mogelijkwijs beperken.

1. Indirecte besmetting via aandelenmarkten.

Op de eerste plaats, door het toegenomen aandelenbezit zijn Nederlandse pensioenfondsen gevoeliger geworden voor de beurs.³² Het gemiddelde belang van aandelen in de totale kapitaalmarktportefeuille van Nederlandse pensioenfondsen is weliswaar gedaald tot 43% in het derde kwartaal van 2002 (waarvan ongeveer 7% Nederlandse aandelen en 36% buitenlandse aandelen, zie Annex A.1), maar dit belang is nog steeds groot. Omdat het aandelenvermogen van Nederlandse pensioenfondsen in relatie tot de kapitalisatie van de wereldaandelenmarkt vermoedelijk klein is, is de mate van indirecte besmetting via aandelenmarkten veroorzaakt door Nederlandse pensioenfondsen waarschijnlijk niet als groot te kenschetsen. Maar Nederland is geen eiland. In andere landen spelen tegelijkertijd vergelijkbare mechanismen bij pensioenfondsen en andere financiële instellingen. Omdat Nederlandse pensioenfondsen steeds meer in risicovollere activa zoals aandelen hebben belegd is mogelijk het systematisch deel van het totale risico waaraan Nederlandse pensioenfondsen blootstaan toegenomen. Bovenberg (2001) licht het bovenstaande toe met het pensioenfonds van Unilever, dat sinds lang het grootste deel van zijn vermogen in aandelen belegt. Grote beleggingsbuffers bij zijn pensioenfonds versterken de beurskoers van Unilever. Unilever kon immers jarenlang volstaan met een lagere pensioenpremie, hetgeen de loonkosten drukte en daarmee de concurrentiepositie versterkte. Ofschoon het pensioenfonds van Unilever juridisch gescheiden is van de moederonderneming, is er dus wel degelijk een economische relatie tussen beide. Het pensioenfonds van Unilever maakt dan economisch gezien deel uit van de totale activa en passiva van de onderneming Unilever. Maar er is nog een ander effect. Omdat het pensioenfonds van Unilever veel in andere (Nederlandse en buitenlandse) bedrijven belegt, wordt de waarde van het aandeel Unilever mede afhankelijk van de beurswaarde van die bedrijven. En wat voor Unilever geldt, geldt voor alle bedrijven met een ondernemingspensioenvoorziening. Als gevolg van het grotere aandelenbezit van Nederlandse pensioenfondsen wordt de waarde van een individueel bedrijf in toenemende mate bepaald door de beurswaarde van alle andere bedrijven: de correlatie tussen beurskoersen nationaal en internationaal neemt toe, en daarmee het systematische deel van het totale risico.³³

De bovenstaande redeneringen gaan voorbij aan de opvatting van Exley (zie artikelen Exley et al., 1997 en Exley, 2001) die van mening is dat de 'pension deal' als een 'zero sum game' zou moeten worden beschouwd. De waarde van de onderneming is dan onafhankelijk van het pensioenfonds. Overschotten (tekorten) bij het pensioenfonds versterken (verzwakken) in dat geval niet de

³² Beleggen in aandelen was volgens pensioenfondsen nodig om het gemiddeld rendement te realiseren dat vereist is voor het waardevast of welvaartsvast houden van de pensioenuitkeringen.

³³ Vanzelfsprekend zijn correlaties hoger als pensioenfondsen beleggen in de eigen sector. Merk op dat de geografische reikwijdte van systeemrisico sectoraal, regionaal, nationaal en internationaal kan zijn.

beurskoers van de onderneming. Dit zou ook betekenen dat verticale (en horizontale) systeemrisico's er eigenlijk niet toe doen. Maar is dat het geval in het hybride Nederlandse DB pensioenstelsel? Dat zou zo zijn als het 'faillissement' van een pensioenfonds kosteloos is, d.w.z. dat bij faillissement de volledige waarde van de 'stakes' in het pensioenfonds zonder verspilling onmiddellijk kunnen worden overgedragen aan de relevante stakeholders. Maar dit kan alleen als er geen marktfricties zijn (perfecte kapitaalmarkten), er perfect (symmetrische) informatie is, deelnemers zich alleen bekommeren om hun eigen inbreng, en de 'cash flows' onafhankelijk zijn van de 'financing decisions'. Daarnaast zij opgemerkt dat in het Nederlandse pensioenstelsel bedrijfstakpensioenfondsdomineren, terwijl in het Engelse pensioenstelsel ondernemingspensioenfondsdomineren. Wel is het zo dat harde empirische bewijzen voor significante directe en indirecte effecten van verticale systeemrisico's veroorzaakt door Nederlandse pensioenfondsdominatie op de Nederlandse economie nog nauwelijks voorhanden zijn (zie CPB, 2002, Dexia Securities 2002, DNB, 2002c, en Van Vuren, 2003).

2. Disaster myopia, feedback effecten, gedwongen verkoop, kuddegedrag.

Ten tweede, sommige pensioenfondsdominatie lijden mogelijk aan *disaster myopia*, dat wil zeggen naarmate de tijd verstrijkt zijn pensioenfondsdominatie minder bezorgd over a-typische rampzalige gebeurtenissen in de verre toekomst met een lage kans van zich voordoen. Maar als zo'n gebeurtenis zich voordoet kunnen de consequenties zeer ernstig zijn.

Sommige pensioenfondsdominatie zijn zich onvoldoende ervan bewust dat de kans op een a-typische gebeurtenis *endogeen* is en afhangt van *feedback-effecten* (Danielsson and Shin, 2002). De kans op een a-typische gebeurtenis wordt namelijk groter doordat correlaties tussen markten sterker worden in tijden van financiële onrust. Het inkrimpen van risicovolle beleggingen in tijden van dalende koersen kan via *feedback-effecten* leiden tot verder dalende koersen. De Nederlandsche Bank (2002c, p. 24) schrijft in het Kwartaalbericht van december 2002: "De huidige ontwikkelingen op de financiële markten kunnen ertoe leiden dat pensioenfondsdominatie hun beleggingsbeleid gaan herzien. Naarmate de reserves verder teruglopen, kunnen minder beleggingsrisico's worden gedragen. Tegen deze achtergrond kan een uitholling van de vermogenspositie nopen tot een afbouw van risicovolle beleggingen, zoals aandelen, ten gunste van bijvoorbeeld obligaties. Als een groot aantal fondsen hier tegelijkertijd toe overgaat, heeft dit een procyclisch effect op de aandelenmarkt".

Een verkeerd uitgevallen mismatch kan dan zelfs leiden tot *gedwongen verkoop* van aandelenbeleggingen. Door de daling van de aandelenkoersen is de kans op onderdekking of reservetekort groter. Het pensioenfonds heeft de buffer verspeeld. De PVK eist dan dat de pensioenfondsdominatie de beleggingsbuffers weer herstellen. Het herstel van de beleggingsbuffer kan plaatsgrijpen via een aanpassing in het beleggingsbeleid (neerwaarts bijstellen van het risico) of nieuwe inkomsten (hogere premies, bijstortingen door sponsor).

Tenslotte, *kuddegedrag* (herding) van individuele pensioenfondsen met als doel een betere performance dan hun ‘peer-group’ of de benchmark index, kan tot verdere instabiliteit leiden (Davis, 2001a, p. 4, Davis and Steil, 2001, pp. 259-265 en Myners, 2001, p. 9).

3. Indirecte besmetting via annuïteiten- en derivatenmarkten.

Systeemrisico's kunnen ook het gevolg zijn van indirecte besmettingsgevaaren respectievelijk tussen pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen via de annuïteitenmarkt en tussen pensioenfondsen en banken via de derivatenmarkt. Een annuïteit is een jaarlijks terugkerend vast bedrag dat vanaf pensionering tot aan de dood wordt uitgekeerd als pensioen. De traditionele risico's in de annuïteitenmarkt zijn onderschatting van sterfterisico (langer leven dan verondersteld) en onderschatting van renterisico (rente lager dan verondersteld).^{34 35} Deze risico's kunnen leiden tot onderdekking bij verzekeringsmaatschappijen, wat leidt tot hogere kosten van verzekering (lagere annuïteitenwaarden) met als eindresultaat lagere consumptieve bestedingen van gepensioneerden.

In beginsel zouden pensioenfondsen goed in staat moeten zijn om korte-termijnvolatiliteit te accommoderen. Maar pensioenfondsen kunnen louter door de *omvang* van hun verkopen zorgen voor het opdrogen van de liquiditeit van andere marktpartijen (zie Annex A.2 voor een internationale vergelijking van de grootte van pensioenfondsen).³⁶ Het opdrogen van liquiditeit komt tot uiting in dalende onderpandswaarden en toenemende ‘margin’-verplichtingen. Als de recente ontwikkelingen erin resulteren dat pensioenfondsen via derivatentransacties volatiliteitsrisico's overdragen aan andere marktpartijen (JL: met name banken), kan dit ten koste gaan van de stabiliserende rol van pensioenfondsen (DNB, 2002, p. 24).

4.2 Systeemrisico's en de werkgevers

Onderdekking bij Nederlandse pensioenfondsen heeft mogelijk ook repercussies voor de werkgevers.

³⁴ Nader onderzoek is gewenst om na te gaan hoe pensioenfondsen in Japan omgaan met een lange periode van extreem lage rentes.

³⁵ De FSA (2002, p. 35) schrijft: “The key risk to providers is one of mis-pricing of annuities. If the pricing is wrong, this might not be known for decades as it will take time for mortality experience and investment returns to play out”. Zie ook Davis (2002).

³⁶ Het belegd vermogen van Nederlandse pensioenfondsen bedraagt ruim 85% van het Nederlandse BBP, vergeleken met een gemiddelde van 12% voor de eurozone. In de top 20 grootste Europese pensioenfondsen komen 6 Nederlandse pensioenfondsen voor (Ministerie van Financiën, 2003).

1. Bijstortingen en premies drukken winst en investeringen.

Ten eerste, werkgevers die zich genooddaakt zien door bijstortingen en premiebetalingen de buffers aan te vullen en onderdekking te herstellen die door lagere aandelenkoersen (of andere schokken) zijn ontstaan, lopen het gevaar dat deze bijstortingen en premiebetalingen de winsten en dividenden omlaag drukken. Dit kan tot een verdere krimp van de economie³⁷ en dalende aandelenkoersen leiden. Een en ander kan bijvoorbeeld een negatieve uitwerking hebben op investeringen, vooral als werkgevers gedwongen zijn zich op korte termijn zorgen te maken over hogere bijdragen aan het pensioenfonds. Daardoor vloeien er minder toekomstige opbrengsten in de kas van werkgevers. Het totaal aan bijdragen aan het pensioenfonds is groter, omdat grotere bijdragen op korte termijn op zichzelf remmend werken op de investeringen. Dit effect op investeringen hangt dus af van de lengte van de herstelperiode (zie Department for Work and Pensions en HM Treasury, 2001, p. 33). Een langere herstelperiode kan hogere toekomstige lange-termijn-opbrengsten van gedane investeringen inhouden, met als gevolg per saldo lagere bijdragen of hogere pensioenen.

2. Financiële verslaglegging van niet-gedekte pensioenverplichtingen.

Ten tweede, tot nu toe maakte de financiële verslaglegging een scheiding tussen de financiële positie van pensioenfondsen en die van werkgevers, waardoor managers minder aandacht hadden voor 'hun' pensioenfonds (Myners, 2001, p. 49). Maar in Nederland en Europa zullen werkgevers vanaf 2005 met de komst van de International Accounting Standards (IAS 19) voor de financiële verslaglegging de niet-gedekte pensioenverplichtingen mogelijk als schuld op de bedrijfsbalans moeten rapporteren, waardoor de winsten worden gedrukt. De International Accounting Standards (IAS 19) voor de financiële verslaglegging kunnen dus effecten op werkgevers hebben. Echter, volgens recente krantenberichten zal een interpretatie van de IAS 19 waarschijnlijk worden toegestaan, waarbij pensioenfondsen en bedrijven gescheiden entiteiten blijven.

In het VK dient een onderneming alle lusten en lasten van de pensioenregeling op haar balans tot uitdrukking te laten komen. Dit wordt gerealiseerd door het positieve of negatieve saldo van het pensioenvermogen en de pensioenverplichtingen ongelimiteerd op te nemen onder de activa of de passiva op de balans van de onderneming. De geleidelijke invoering in drie jaar van het Britse systeem FRS 17 heeft tot gevolg dat nu ook in de financiële top van de ondernemingen het besef begint door te dringen dat het pensioenvermogen in bedrijfseconomische zin gezien dient te worden als activa van de onderneming. Dat heeft consequenties. Voor de wat oudere ondernemingen met volledig ontwikkelde pensioenfondsen is het zeker niet ondenkbaar dat het

³⁷ Zie CPB (2002), Macro Economische Verkenning 2003, Variant met nog lagere aandelenrendementen, pp. 104-106.

pensioenvermogen groter is dan het totaal van de andere activa van de onderneming. Dit kan een probleem zijn als marktrisico's van de beleggingen leiden tot onderdekking bij het pensioenfonds. In het VK besloot Boots daarom het hele pensioenvermogen in langlopende obligaties te beleggen. Door deze manier van beleggen in langlopende obligaties, die in looptijd zo goed mogelijk overeenstemmen met de looptijd van de pensioenverplichtingen, is de pensioenbalans minder gevoelig geworden voor wijzigingen in de marktrente en voor de ontwikkelingen op de aandelenbeurzen. De argumenten voor deze stap zijn een logisch gevolg van de nieuwe Britse FRS 17 boekhoudregels voor pensioenen. Bij vergelijkbare boekhoudregels voor pensioenen in de VS, FAS 87 genaamd, en vanaf 2005 in Europa, IAS 19 genaamd, is het nog toegestaan bepaalde resultaten buiten de boeken te houden, maar te verwachten is dat dit te zijner tijd zal worden verboden.

3. Marktconforme waardering maakt gevoeligheid voor renteschommelingen zichtbaar. Ten derde, tot nu toe wordt de waarde van de passiva van een Nederlands pensioenfonds vaak nog op basis van actuariële waardering bepaald. Zo'n actuariële methode is echter niet consistent met de marktprijs-waardering van activa en passiva van de onderneming. Marktconforme waardering van pensioenverplichtingen met gebruikmaking van de rente-termijnstructuur (de zogenoemde *fair value* benadering) impliceert dat de gevoeligheid van pensioenfondsen voor schommelingen in rentes meer zichtbaar wordt (Ponds, 2002, p. 14).
4. Risico van faillissement werkgevers. Een laatste systeemrisico is dat (niet alle) pensioenrechten worden nagekomen als er sprake is van onderdekking juist op het moment van omvallen (faillissement) van de sponsorende onderneming. Er bestaat het gevaar dat bijstortingen en premiebetalingen het faillissement van werkgevers inluiden. Bij een breuk met de werkgever moet het pensioenfonds de pensioentoezeggingen afwikkelen. Ondernemingen en bedrijfstakken kunnen inkrimpen of zelfs verdwijnen, en ook werknemers kunnen proberen om zich aan de pensioenplicht van die sector te onttrekken. De solvabiliteit van de sponsorende onderneming is dus ook relevant.

4.3 **Systeemrisico's en de werknemers**

Problemen bij pensioenfondsen hebben mogelijk ook repercussies voor werknemers en de arbeidsmarkt.

i. Hogere loonkosten bedrijven.

Als ontstane onderdekking of reservetekort niet door rendementen kan worden ingelopen zal dat door premieverhogingen³⁸ of korting op de pensioenrechten moeten gebeuren. Niet alleen de arbeidskosten worden daardoor opgedreven, door lagere belastingsopbrengsten wordt ook een gat in de begroting geslagen. Wanneer na een schok tijdelijk een hogere premie (de 'inhaalpremie') moet worden geheven, werkt dit als een impliciete belasting op arbeid met dezelfde versturende werking als gewone belastingen. Dit wordt versterkt doordat pensioenfondsen de verhoging maar beperkt door de tijd kunnen uitsmeren. Vanwege het kwadratische verband tussen de belastingwig en het welvaartsverlies, nemen daardoor de kosten van risicodeling voor toekomstige generaties toe. Als de dekkingsgraad onder de kritische grens van 100% duikt, wordt de mogelijkheid om de premie over de tijd uit te smeren nog verder beperkt. In dat geval is een versnelde aanpassing van de premies noodzakelijk. De welvaartskosten zijn dan extra hoog (Van Ewijk, 2003, p. 77). De Nederlandsche Bank (2002c) schrijft in het Kwartaalbericht van december 2002: Zo zou een – op zichzelf gewenste – algemene stijging van pensioenpremies een opwaarts effect hebben op de loonkosten van bedrijven, met negatieve gevolgen voor de concurrentiepositie van Nederland en daarmee voor de uitvoer. Door het effect op de loonkosten zouden de bedrijfswinsten minder kunnen groeien. Daarmee zou de ruimte voor investeringen afnemen, wat ook het geval is voor eventuele aanvullende kapitaalstortingen in bedrijfspensioenfondsen. Verder zouden de consumptieve bestedingen onder druk kunnen komen te staan door afnemende werkgelegenheidsgroei en doordat de koopkrachtontwikkeling achterblijft als gevolg van hogere pensioenpremies of een eventuele verminderde indexering van pensioenuitkeringen.

4.4 Systemrisico's en de overheid

i. Lagere belastinginkomsten overheid.

Als werkgevers meer van hun vrije kasstromen in de richting van aftrekbare pensioenpremies dirigeren in plaats van in belaste winsten heeft dat gevolgen voor de belastinginkomsten van de overheid (een wijziging in het vennootschapsbelastingtarief is een schok die dit gedrag beïnvloedt, omdat werkgevers natuurlijk eerst belasting moeten betalen en dus winst moeten maken om premiebijdragen te kunnen aftrekken). Voor de overheid is het tenslotte van belang dat er een grote fiscale claim ligt op pensioenbesparingen. Die worden immers pas belast zodra ze tot uitkering

³⁸ Twee kanttekeningen zijn hierbij op zijn plaats. Ten eerste, de beleggingsopbrengsten bedragen op dit moment tweederde tot driekwart van de totale inkomsten van de Nederlandse pensioenfondsen. Fluctuaties in dit rendement kunnen derhalve steeds minder in de premiestelling worden opgevangen. Ten tweede, premieverhogingen zijn soms aan een maximum gebonden. Bijvoorbeeld, de ABP-reglementen staan maar een maximale premieverhoging van 2%-punten per jaar toe.

komen. Deze fiscale claim op pensioenfondsen vermindert de kwetsbaarheid van de overheidsfinanciën voor de vergrijzing ('tax smoothing').

4.5 Demografische systeemrisico's

Demografische schokken. Met name demografische ontwikkelingen kunnen pensioenfondsen in de toekomst parten gaan spelen. Dat het hierbij zowel kan gaan om een systematische trend als om een idiosyncratische schok maakt het volgende voorbeeld duidelijk. De vergrijzing van de bevolking is een demografische trend die een sterk effect zal hebben op de uitgaven van alle pensioenfondsen (een systematische demografische schok). Hoewel alle pensioenfondsen met vergrijzing te maken krijgen, zal vergrijzing niet ieder pensioenfonds in gelijke mate treffen. Het effect van vergrijzing kan per pensioenfonds sterk verschillen (een idiosyncratische demografische schok). Een startend fonds begint met werknemers, die ongeacht hun leeftijd, nog geen rechten hebben opgebouwd. Er is nog niet belegd; er komt alleen premie binnen. Het premiedraagvlak is groot. Na verloop van tijd (rijping) hebben oudere deelnemers wel rechten opgebouwd en zijn er bovendien gepensioneerden en premievrije uitgetreden (slapers). De vergrijzing doet hier nog een schepje bovenop doordat het zwaartepunt verschuift naar oudere deelnemers met meer rechten. Hoe meer rechten zijn opgebouwd, des te groter wordt in het inkomen van een pensioenfonds het aandeel van het rendement op het belegd kapitaal in verhouding tot de binnenkomende premie. Door langere levensduurverwachtingen (bijvoorbeeld als gevolg van een medische doorbraak) nemen de verplichtingen dus toe en door vervroegd met pensioen te gaan worden buffers minder lang opgebouwd. Een en ander kan bijvoorbeeld via het korten op pensioenrechten invloed hebben op de consumptieve bestedingen van gepensioneerden (een indirect besmettingsgevaar).

4.6 Motieven voor macro-prudentiële regulering en toezicht

Toezichthouders kunnen natuurlijk niet voorkomen dat systeemsschokken zich voordoen. Wel kunnen ze met prudentiële regels en toezicht ervoor zorgen dat de systeemsschok kan worden opgevangen *voordat* systeemproblemen zich voordoen. Dit is de *ex ante* rechtvaardiging voor macro-prudentieel toezicht op pensioenfondsen. De *ex post* rechtvaardiging voor macro-prudentieel toezicht is het beperken van de kosten in verband met systeemproblemen nadat de systeemsschok zich heeft voorgedaan (crisis management).

Voorals de pensioenbesturen systeemrisico's onvoldoende meenemen in hun beleidsbeslissingen (internaliseren) zijn macro-prudentiële regulering en toezicht noodzakelijk. Systeemrisico's kunnen zich ontwikkelen gedurende enkele dagen maar soms ook gedurende enkele jaren (de huidige

aandelenschok). De kans dat er een keer een systeemshok optreedt is natuurlijk groter over een lange tijdshorizon (die pensioenfondsen zouden moeten hebben) dan over een korte tijdshorizon.

Prudentiële regels van de pensioentoezichthouder zouden in eerste instantie *horizontale* systeemrisico's in de pensioensector dienen te voorkomen of te beperken. Macro-prudentiële regelgeving en toezicht zou er dan op gericht zijn om de kosten voor de pensioensector van deze horizontale systeemrisico's zoveel mogelijk te voorkomen of te beperken. Het voorkomen of beperken van de kosten voor de economie oftewel *macro-economische stabilisatie* – hoewel zeker niet minder relevant – kan de pensioentoezichthouder in eerste instantie maar beter aan andere instanties overlaten. Net zoals bij het sectortoezicht in het bankwezen (DNB) behoort het voorkomen of beperken van verticale systeemrisico's niet in de eerste plaats tot het domein van een pensioensector-toezichthouder (PVK).

Maar zijn verticale systeemrisico's niet belangrijker dan horizontale systeemrisico's? Zou de PVK niet op enigerlei wijze rekening moeten houden met verticale systeemrisico's? Door De Gelder (2002) en Van Vuren (2003) is berekend dat als de nieuwe PVK-regels worden toegepast op macro-niveau, alle Nederlandse DB pensioenfondsen tezamen op dit moment kampen met een buffertekort. Volgens Van Vuren (2003) impliceren de eisen van de PVK op macrobasis bij een portefeuille bestaande uit 40% aandelen en 60% vastrentende waarden een gewenste dekkingsgraad van 118,8% terwijl de gemiddelde dekkingsgraad ultimo 2002 rond de 105% ligt. De PVK geeft pensioenfondsen acht jaar de tijd om deze dekkingsgraad daadwerkelijk te realiseren. Per pensioenfonds zal de situatie uiteraard verschillen, maar inmiddels lijken we wel te maken te hebben met een macro-economisch probleem.

Zoals bleek in voorgaande paragrafen zijn met name als reeds sprake is van onderdekking en de herstelperiode kort is, verticale systeemrisico's van pensioenfondsen niet te verwaarlozen. Het is dan niet verstandig deze verticale systeemrisico's te negeren. In dat geval raken horizontale en verticale systeemrisico's namelijk met elkaar verstrengeld. Beleidsbeslissingen van individuele pensioenfondsen (ten aanzien van risicobuffers, premies, bijstortingen en indexatie) teneinde onderdekking op korte termijn te herstellen, kunnen een ongunstige uitwerking hebben op de macro-economische ontwikkeling.³⁹ De PVK zou dit verticale systeemrisico op zijn minst moeten *signaleren*. Het is aan te bevelen dat de PVK bijvoorbeeld beoogde nieuwe solvabiliteitsvoorschriften onderwerpt aan een 'Regulatory Impact Analysis'.⁴⁰ Met dit instrument kunnen onder meer de

³⁹ Zie bijvoorbeeld Crockett (2000), Lowe (2002), Danielsson, Shin and Zigrand (2002), en Danielsson and Shin (2002).

⁴⁰ Zie DNB (2002a) voor een nadere toelichting.

effecten van de beoogde solvabiliteitsvoorschriften, zoals de kosten en baten voor de pensioensector en de economie in kaart worden gebracht.

4.7 De potentiële spanning tussen micro- en macro-toezicht

Terwijl micro-prudentiële regulering en toezicht vooral gericht zijn op *individuele* pensioenfondsen zijn macro-prudentiële regulering en toezicht gericht op *alle* pensioenfondsen *tezamen*. Dit impliceert een nadruk op het beperken van *systeemrisico's* veroorzaakt door een *groep* van pensioenfondsen. In de praktijk zal de macro-prudentiële toezichthouder vaak iets meer aandacht hebben voor de *grotere systeem-significante* pensioenfondsen. Micro-prudentieel toezicht is noodzakelijk ter bescherming van de consument en de overheid, zelfs als er geen systeemrisico's zijn. De micro-taak ligt al besloten in de wetgeving en de statuten van de PVK. Hoe het micro-toezicht in de praktijk opereert hangt af van hoe de micro-taak wordt geïnterpreteerd. Micro-prudentiële regels zoals *solvabiliteitseisen* en *korte inlooperperiodes* hebben wellicht ongunstige bijwerkingen vanuit macro-economisch perspectief.

4.8 Conclusie

Nederlandse pensioenfondsen zijn mogelijk gevoeliger geworden voor schokken. Het systematische deel van het totale risico is toegenomen omdat het aandelenbezit van Nederlandse pensioenfondsen is toegenomen (hogere correlatie tussen beurskoersen nationaal en internationaal). De micro-regulering van financiële risico's van individuele pensioenfondsen leidt daarenboven mogelijk tot grotere systeemrisico's op macro-niveau. De micro-prudentiële regels zoals korte inlooperperiodes bij onderdekking kunnen ongunstige macro-bijwerkingen hebben zoals gedwongen verkopen. Negatieve externaliteiten op macro niveau zijn onder meer ook te wijten aan feedback-effecten als gevolg van de omvang van beleggingen door pensioenfondsen, kuddegedrag en hogere arbeidskosten. Beleidsbeslissingen van individuele pensioenfondsen (ten aanzien van risicobuffers, premies, bijstortingen en indexatie) teneinde onderdekking op korte termijn te herstellen, kunnen ongunstig uitwerken op de macro-economische ontwikkeling. Hier lopen micro- en macro-prudentie dus uiteen. De toezichthouder zou kunnen overwegen in de uitvoering van haar prudentiële toezicht nadrukkelijk rekening te houden met de macro-effecten van haar micro-instrumentarium. Bij een langere herstelperiode kan korte-termijn-volatiliteit 'gesmoothed' worden in de tijd en kunnen ongewenste effecten voor beleggingsbeleid en premies worden tegengegaan.

Verticale systeemrisico's zijn misschien nog belangrijker dan horizontale systeemrisico's maar zijn niet eigen aan de pensioensector en behoren in principe *niet* tot het domein van de

pensioentoezichthouder. De macro-dimensie van het prudentiële toezicht zou kunnen inhouden dat de PVK in hoofdzaak aandacht zou hebben voor de systeemrisico's in de pensioensector (horizontale systeemrisico's) en tenminste een signaalfunctie zou hebben voor de doorwerking van systeemrisico's in de pensioensector naar andere sectoren van de economie (verticale systeemrisico's).

5 Buffers

De rest van deze studie beschouwt hoe de kwestie van een onderdekking en reservetekort wordt aangepakt in Nederland (hoofdstuk 5) en het VK (hoofdstuk 6). Hoofdstuk 5 is als volgt ingedeeld. Paragraaf 5.1 beschouwt het belang van buffers. Daarna introduceert paragraaf 5.2 het idee van 'forward looking' buffers. Paragraaf 5.3 biedt een reflectie over de inhoud van de PVK-brief naar aanleiding van de in deze studie geboden analyse. In hoeverre zijn de door de PVK voorgestelde buffers als vooruitziend te kwalificeren? Paragraaf 5.4 concludeert.

5.1 Buffers en de (dis)continuïteitsbenadering

De PVK heeft op 30 september 2002 in een brief aan alle Nederlandse pensioenfondsen laten weten hoe zij concreet de *toetsing van de solvabiliteit* van Nederlandse pensioenfondsen wil vormgeven. De PVK vindt blijkbaar nadere invulling van de Actuariële Principes Pensioenfondsen zoals die in februari 1997 werden gepubliceerd noodzakelijk. Toen vond de PVK zo'n nadere reglementering niet nodig. Het was immers primair de verantwoordelijkheid van het bestuur van het pensioenfonds om aan het begrip 'prudent' inhoud te geven (PVK, 1997, p. 8). Met de PVK-brief lijkt sprake te zijn van een beginnende cultuurverandering in de relatie tussen de PVK en de Nederlandse pensioenfondsen, die een overgang van een reactieve naar een pro-actieve prudentiële toezichthouder inluidt. De PVK gaat vooraf meer sturend optreden ten opzichte van pensioenfondsen. Tot nu toe had de PVK vooral een beoordelende rol en het toezicht bleef meer op afstand.

Als onderdekking niet is toegestaan zal het pensioenfonds geen risico nemen en zal het in de 'funding' zoveel mogelijk willen aansluiten bij zijn verplichtingen. Beleggingen zijn dan hoofdzakelijk (index)obligaties. Voorzover het pensioenfonds risico loopt, is dat risico afgedekt met derivatentransacties. Activa en passiva van het pensioenfonds zijn zoveel als mogelijk 'gematched'. Er worden alleen reserves aangehouden voor mismatch-risico's, herbeleggingsrisico's en demografische risico's.⁴¹ Het pensioenfonds is solvabel, de verplichtingen zijn volledig gefinancierd,

⁴¹ Tegenwoordig vaak ook voor indexatieverplichtingen.

het vermogen is toereikend om de verplichtingen over te kunnen dragen aan een verzekeraar of een ander pensioenfonds (bij het omvallen van de sponsor en bij fusies en overnames). Stakeholders rekenen er op dat het pensioenfonds solvabel is. Pensioenfondsen hebben een korte tijdshorizon oftewel een hoge tijdsvoorkeurvoet. Ze zijn minder bereid om nu risico te nemen (bijvoorbeeld in aandelen te beleggen) waarvan ze het voordeel (namelijk hogere rendementen) pas in de toekomst zullen realiseren. De herstelperiode ingeval van een eventuele onderdekking is kort, maar de mate van onderdekking is meestal ondiep. De premies en de premiebasis kunnen instabiel zijn ingeval van onderdekking. Het bovenstaande is kenmerkend voor de discontinuïteitsbenadering in de relatie tussen pensioenfonds-onderneming/bedrijfstak.

Daarentegen, als pensioenfondsen wel risico mogen nemen en een lange-termijn-tijdshorizon hebben, is een langere periode van onderdekking niet een probleem. Het herstelplan duurt eveneens lang. De lange tijdshorizon geeft het pensioenfonds meer speelruimte ten aanzien van de funding van zijn passiva en een perfecte match is niet nodig (veel is in aandelen belegd). Een eventuele onderdekking kan dieper zijn omdat het pensioenfonds meer sturingsmiddelen heeft om onderdekking te herstellen. Premies zijn stabiel ('gesmoothed') in de tijd. De premiebasis is eveneens stabiel. Het fonds heeft een lage tijdsvoorkeurvoet. De verplichtingen zijn zo langdurig dat zelfs een kleine verhoging van de discontovoet een groot effect heeft – de verplichtingen verminderen aanzienlijk – waardoor relatief geringe inkomsten al voldoende zijn om het fonds solvabel te laten lijken. De omvang van de vermindering van de verplichtingen neemt toe naarmate de verplichtingen verder weg liggen in de tijd. Stakeholders weten dat zo'n pensioenfonds met een lange tijdshorizon in de nabije toekomst (bijvoorbeeld op het moment van omvallen van de sponsor) soms niet solvabel is, terwijl in de verre toekomst het pensioenfonds naar verwachting wel solvabel is. Een tijdelijke onderdekking is niet per definitie problematisch, bijvoorbeeld voor een pensioenfonds met relatief veel jonge werknemers. Het bovenstaande is kenmerkend voor de continuïteitsbenadering van de relatie tussen pensioenfonds-onderneming/bedrijfstak.

De continuïteitsbenadering past in de ideeën van het Actuarieel Genootschap (2002). In beginsel geldt bij continuïteit een oneindige horizon waarbinnen het pensioenfonds altijd haar verplichtingen kan nakomen. Zo bezien is discontinuïteit van de werkgever waardoor het pensioenfonds moet afwikkelen het grootste risico. Met de mogelijkheid daarvan wordt in de *continuïteitstoets* van het Actuarieel Genootschap rekening gehouden. Via deze toets is het mogelijk een prognose van de financiële positie van het fonds te geven van nu en gedurende een gekozen periode. Daarbij wordt ook het bijbehorende premieverloop geschetst, zodat kan worden beoordeeld of het fonds op lange termijn een gezonde positie heeft en of de premie betaalbaar blijft. Een fonds dat op het moment van de toets een slechte financiële positie heeft, kan zo laten zien of het haalbaar is deze positie binnen de horizon te verbeteren.

Tabel 5.1 geeft een overzicht van de kenmerken van de (dis)continuïteitsbenadering.

Tabel 5.1 Kenmerken van de	
Discontinuïteitsbenadering	Continuïteitsbenadering
Fonds neemt geen risico of dekt risico af met derivaten	Fonds neemt risico
Perfekte matching	Imperfecte matching
Korte tijdshorizon	Lange tijdshorizon
Veel obligaties	Veel aandelen
Korte herstelperiode bij onderdekking	Lange herstelperiode bij onderdekking
Onderdekking ondiep	Onderdekking diep
Hoge tijdsvoorkeurvoet	Lage tijdsvoorkeurvoet
Premies instabiel in de tijd	Premies stabiel in de tijd
Instabiele premiebasis	Stabiele premiebasis

Nederlandse pensioenfondsen bevinden zich ergens tussen deze twee extremen. In Nederland mogen pensioenfondsen wel risico's nemen mits ze daarvoor maar een extra risico-buffer aanhouden die hoger is naarmate er meer risico's worden genomen. Door deze buffers zullen Nederlandse pensioenfondsen bij een negatieve schok niet meteen in een situatie van onderdekking terecht komen.

Buffervereisten vormen een belangrijk sturingsinstrument van de PVK om een ontoereikende vermogenspositie bij een pensioenfonds tegen te gaan. Twee situaties moeten bij een ontoereikende vermogenspositie van een pensioenfonds worden onderscheiden: onderdekking en reservetekort (PVK, 2002d). Er is sprake van onderdekking indien de middelen van het fonds – dat wil zeggen de activa van het fonds onder aftrek van de schulden jegens anderen dan de deelnemers en gewezen deelnemers – niet langer toereikend zijn om de voorziening pensioenvermogen en de reserve voor algemene risico's te dekken. In die situatie zal het fondsbestuur direct moeten handelen. Pensioenfondsen moeten de PVK actief en direct inlichten over de ontstane situatie, nog voor het einde van het boekjaar en het indienen van de staten-pensioenfondsen. Pensioenfondsen moeten op korte termijn een herstelplan opstellen en moeten dit uiterlijk binnen drie maanden aan de PVK voorleggen. De situatie van onderdekking moet, door de uitvoering van dat plan op korte termijn, doch zeker binnen één jaar na het optreden van de onderdekking, zijn beëindigd. Dit onderscheid in lengte van de herstelperiodes ligt echter niet zo scherp. Als de omvang of de oorzaken van de onderdekking een ander tijdpad indiceren zal dat andere pad door de PVK worden opgelegd.

De PVK bedoelt met deze laatste toevoeging het mogelijk optreden van verticale systeemrisico's van pensioenfondsen, die destabiliserend werken, te voorkomen of te beperken. Het is niet in het belang van de PVK en het pensioenfonds als door een te korte herstelperiode de systeemrisico's te hoog

worden. Een te korte hersteltermijn verstoort het beleggingsbeleid van pensioenfondsen, waardoor deze een prikkel krijgen extra te investeren in staatsobligaties ten einde korte-termijn-schokken op te vangen. Of het leidt tot extra korte-termijn-bijdragen (premies en bijstortingen) met nadelige gevolgen voor werkgevers en werknemers waarvan later blijkt dat ze niet nodig waren. Daarmee is een te korte hersteltermijn ook niet in het belang van de consument. De PVK heeft inmiddels via krantenberichten laten weten dat pensioenfondsen twee à drie jaar de tijd zouden krijgen indien duidelijk is dat herstel binnen één jaar tot onredelijke situaties zou leiden (Het Financieele Dagblad, 2002).

Van een reservetekort is sprake indien de middelen ontoereikend zijn om naast de voorziening pensioenvermogen en de reserve voor algemene risico's ook nog de vereiste reserve beleggingsrisico's en de andere bestemde reserves te dekken. Ook als een situatie van reservetekort dreigt of zich aandient, moeten pensioenfondsen de PVK actief en snel informeren over de ontstane situatie. Als in de Actuariële en bedrijfstechnische nota (Abtn) vastligt welke maatregelen moeten worden genomen in een situatie van reservetekort, moeten pensioenfondsen overeenkomstig handelen. Als pensioenfondsen niettemin daarvan willen afwijken moeten de pensioenfondsen de Abtn aanpassen en de PVK de gewijzigde Abtn onverwijld doen toekomen. Als de Abtn (nog) niet voorziet in toereikende maatregelen bij een reservetekort, dient het pensioenfonds ervoor te zorgen dat er op korte termijn een plan komt om de financiële problemen op te lossen. Dat plan zal binnen drie maanden na het optreden van het reservetekort aan de PVK moeten worden voorgelegd. Uit dat plan van aanpak zal ten genoegte van de PVK moeten blijken dat het evenwicht in de vermogenspositie binnen een aanvaardbare termijn zal worden hersteld. Deze termijn zal moeten worden gerelateerd aan de aard en de omvang van de opgetreden reservetekorten. De in dit plan neer te leggen maatregelen kunnen veelal een langere periode beslaan, afhankelijk van de aard, oorzaak en diepte van het tekort. Naarmate de reserves kleiner zijn, en het risico groter is dat het fonds in een situatie van onderdekking komt, dient het pensioenfonds de maatregelen sneller door te voeren. Bij de beoordeling door de PVK van de maatregelen zal de PVK onder meer betrekken of het fonds de beschikking had over, en gewerkt heeft overeenkomstig een adequate Abtn, en of er naast de ontwikkelingen van de beleggingen andere oorzaken ten grondslag hebben gelegen aan het ontstaan van het tekort. In veel gevallen zal deze herstelperiode een periode van twee tot acht jaar kunnen belopen, waarbij wel gedurende de hele periode voortgang moet worden getoond.

Ook hier geldt dat de PVK, als daartoe aanleiding bestaat, een ander tijdspad kan voorschrijven. Fondsen waarbij sprake is van onderdekking zullen (naast de in dat verband te treffen maatregelen op de kortst mogelijke termijn) uiteraard ook een plan van aanpak moeten overleggen om de reserves weer op het vereiste niveau te brengen. Een horizon van acht jaar is echter niet zo lang op een generatie. Bij een langer tijdshorizon is het premieverloop en de premiebasis stabiel, maar

dit houdt weer een groter risico van discontinuïteit in. Deze afweging zal per pensioenfonds verschillen waardoor ook de gewenste hoogte van de buffer per pensioenfonds zal verschillen.

Uit het voorgaande valt te concluderen dat de PVK een sneller herstel voorschrijft naarmate sprake is van een dieper reservetekort, met andere woorden naarmate eerder een situatie van onderdekking dreigt. De PVK wil in dat geval blijkbaar preventief optreden (onderdekking die kan leiden tot discontinuïteit van het pensioenfonds voorkomen). De discontinuïteitsbenadering (herstelperiode 1-3 jaar) van het prudentiële toezicht lijkt te domineren naarmate een situatie van onderdekking dreigt. Als deze niet dreigt lijkt de PVK de continuïteitsbenadering (herstelperiode 2-8 jaar) te prefereren.

5.2 PVK-instrumenten

De PVK zal onheil in de toekomst willen voorkomen. Dit kan de PVK onder meer doen door het voorschrijven van de hoogte en de lengte van de tijdshorizon van buffers en/of het opleggen van een risicobeperking (een bepaalde kans op onderdekking). Maar als men geen kans op onderdekking accepteert en er wel risico's worden gelopen, dan zijn (extra) buffers onontkoombaar.

De hoogte van 'forward looking' buffers

Hoe *hoger de buffers*, hoe beter een pensioenfonds ceteris paribus in staat is om klappen op te vangen en hoe langer pensioenfondsen onzekere tijden kunnen uitzitten en zich kunnen blijven richten op de lange termijn. Als we terugzien op de voorbije periode is het duidelijk dat (sommige) pensioenfondsen een hogere buffer voor onder meer beleggingsrisico's hadden moeten opbouwen en aanhouden, waardoor ze de aandelenschok beter hadden kunnen opvangen. De beste aanpak om schokken in de toekomst op te vangen is met behulp van zogenoemde vooruitziende oftewel 'forward looking' buffers. Forward looking buffers zijn financiële reserves die pensioenfondsen aanhouden en waarvan de hoogte is afgestemd op toekomstige (on)voorzienbare schokken en trends die pensioenfondsen zowel aan de activa- als aan de passivazijde van de balans binnen een bepaalde tijdspanne (kunnen) ondergaan. Hoe groter de kans op en de effecten van toekomstige (on)voorzienbare schokken en trends des te hoger de vooruitziende buffer. Vooruitziende buffers helpen dus onheil (het herstellen van onderdekking en reservetekort) in de toekomst te voorkomen, mocht de schok of trend zich daadwerkelijk voordoen.

Prospectieve buffers zijn in theorie natuurlijk gemakkelijker aanbevolen dan in de praktijk gerealiseerd. Op onvoorziene schokken en trends valt natuurlijk niet te anticiperen. Door middel van scenario-analyse kan ieder pensioenfonds de adequaatheid van verschillende hoogtes van buffers in kaart brengen, rekening houdend met vermoedelijke schokken en trends, indexatieverwachtingen, rendementverwachtingen, verwachte premie-inkomsten, de demografische

samenstelling van het pensioenfonds, de kredietwaardigheid van de sponsor en de situatie in de bedrijfstak.

Een van de belangrijkste risico's van een pensioenfonds hangt samen met schommelingen in de waarde van de beleggingen (het marktrisico van de beleggingsportefeuille) waarvoor pensioenfondsen een beleggingsbuffer moeten aanhouden. Natuurlijk lopen pensioenfondsen nog andere risico's. Voor elk van deze risico's zal apart bekeken moeten worden welke 'forward looking' buffer daarbij het beste past. De volgende paragraaf gaat in op de vraag in hoeverre door de PVK voorgestelde buffers als 'forward looking' zijn te kwalificeren.

De lengte van de tijdshorizon van de 'forward looking' buffers

De *lengte van de tijdshorizon* waarover zulke buffers moeten worden opgebouwd en aangehouden is eveneens cruciaal. De lengte van de tijdshorizon zou afhankelijk kunnen zijn van de kans op en de effecten van de schok of trend.

5.3 Reflectie PVK-brief

In hoeverre zijn de door de PVK voorgestelde voorschriften voor beleggingsrisico's als 'forward looking' te kwalificeren? In Nederland gaat de discussie momenteel vooral over hoe hoog de dekkingsgraad moet zijn waarbij in voldoende mate rekening wordt gehouden met de korte-termijnfluctuaties in de waarde van beleggingen.

In de Actuariële Principes Pensioenfondsen (1997) is de bufferberekening voor beleggingsrisico's niet verder ingevuld. De reden hiervoor was dat de PVK reactief toezicht uitvoerde (toezicht achteraf) en de pensioenfondsen in staat wilde stellen zelf met een eigen methodiek voor de berekening van de beleggingsbuffer te komen. Met de PVK-brief lijkt de PVK een nieuwe weg te hebben ingeslagen. De PVK gaat meer pro-actief optreden. De PVK schrijft regels ten aanzien van de prijsgevoeligheid van twee activa-categorieën voor: aandelen en andere zakelijke waarden enerzijds en vastrentende waarden anderzijds.

- i. De PVK eist voor aandelen en andere zakelijke waarden (bijvoorbeeld vastgoed) dat een waardedaling van 40% ten opzichte van de hoogste stand van de 'benchmark' in de voorafgaande vier jaar moet kunnen worden opgevangen. Ook een daling tot 10% onder de laagste stand in het voorgaande jaar moet het fonds kunnen doorstaan. De waardedaling die het pensioenfonds dus moet kunnen opvangen is -40% van de hoogste stand van de benchmark (bijvoorbeeld de AEX of een andere benchmark) in de voorafgaande vier jaar respectievelijk -10% van de laagste stand van de benchmark in het voorafgaande jaar. De stand van de benchmark na aftrek van deze waardedaling, welke lager

is, moet dan vervolgens worden vergeleken met de huidige stand van de benchmark teneinde de benodigde dekkingsgraad te berekenen (zie Van Vuren 2003 voor deze berekeningen).

2. Voor beleggingen in vastrentende waarden moet het pensioenfonds bij een markttrente van 4% beschikken over een buffer van tenminste 10% van de waarde van de beleggingen en bij een markttrente van 5% van tenminste 5% van de waarde van de beleggingen, terwijl bij een markttrente van 6% of hoger geen buffer aanwezig hoeft te zijn (bij tussenliggende markttrente naar rato).

Enkele kritieke observaties zijn bij deze buffervereisten op zijn plaats. Merk daarbij op dat de PVK-brief gezien worden als een voorloper op het financieel toetsingskader. In het financieel toetsingskader kan de PVK eventuele bezwaren die door de PVK-brief worden opgeroepen tegemoet treden.

1. 'Backward looking' buffer voor beleggingsrisico's.

Ten aanzien van de beleggingen lijkt de PVK in de brief te kiezen voor 'backward looking' beleggingsbuffers. De omvang van de beleggingsbuffer wordt gerelateerd aan de beleggingsrisico's op een bepaald tijdstip waardoor een momentopname wordt verkregen van de dekkingsgraad. Door deze 'point in time assessment' van beleggingsrisico's zijn buffers erg afhankelijk van koersontwikkelingen in het verleden. In de Actuariële Principes Pensioenfondsen (1997) en in de PVK-brief is de omvang voor buffers voor beleggingsrisico's gebaseerd op extrapolatie van historische fluctuaties (in de afgelopen vier jaar) die redelijkerwijs kunnen worden verwacht in de waarde van de beschikbare activa. Historie staat echter op zich en niets garandeert dat gevonden resultaten en verbanden zich zullen herhalen. Een en ander kan nog scherper afgebakend worden.

De analyse van de financiële consequenties van de nieuwe PVK-regels door Van Vuren (2003) leerde dat buffers erg volatiel kunnen zijn als een aanzienlijk deel van de portefeuille is belegd in aandelen, en bovendien erg gevoelig zijn voor het moment van meting. Pensioenfondsen sturen dan wellicht teveel op korte-termijn-risico's, waardoor volatiele buffers tot een instabiel premieverloop aanleiding kunnen geven.

Een langere hersteltermijn in verband met onderdekking kan dit tegengaan. Een langere hersteltermijn voor onderdekking impliceert wellicht ook dat de voorgestelde hersteltermijn van acht jaar in verband met reservetekorten niet lang genoeg is. Na het herstel van het dekkingstekort resulteert slechts een kortere tijdsperiode voor herstel van het reservetekort. Maar het is belangrijk om daarbij telkens af te vragen *wat het doel van de buffer is*: het voorkomen van een dekkings- en/of reservetekort of het 'smoothen' van premies. Bij een langer tijdshorizon is het premieverloop en de premiebasis stabiel, maar dit houdt weer een groter risico van discontinuïteit in. Een langere herstelperiode impliceert echter dat er vaker sprake zou kunnen zijn van minder kapitaaldekking. Gedeeltelijke afschaffing van de kapitaaldekkingsplicht is mogelijk, maar ook dit kan de nadelige

macro-effecten opleveren (vergrijzingsrisico, risico van faillissement werkgevers, verminderd vertrouwen in pensioensector, druk op solidariteit tussen jong en oud). Deze afweging zal per pensioenfonds verschillen waardoor ook de gewenste hoogte van de buffer en hersteltermijn per pensioenfonds zal verschillen.

De PVK introduceert in de brief overigens wel enkele 'forward looking' elementen in de berekening van de buffer. Het pensioenfonds moet uitgaan van een gemiddeld rendement op vastrentende waarden van ten hoogste 5% en aandelenrisicopremie van ten hoogste 3%. De omvang van toekomstige buffers is tevens via de berekening van de dekkingsgraad indirect afhankelijk van de jaarlijkse aangroei van de verplichtingen waarbij pensioenfondsen moeten uitgaan van een gemiddelde loonontwikkeling van ten minste 3% en een gemiddelde prijsontwikkeling van ten minste 2%.

2. Portefeuillebasis.

De PVK-brief lijkt activacategorieën in eerste instantie afzonderlijk te bezien en niet op totale portefeuillebasis. Maar systeemrisico's leiden dikwijls tot *positieve* correlaties tussen de diverse activacategorieën waarin de pensioenfondsen beleggen. Hiervoor zouden extra buffers op zijn plaats zijn. Buffers zullen dus vermoedelijk hoger worden als pensioenfondsen ook zouden moeten reserveren voor positieve correlaties.

3. Typen en aggregatie van schokken.

Zoals bleek in paragraaf 2.1, kunnen de risico's van de schokken die pensioenfondsen treffen tijdelijk (discreet) of permanent (continu) zijn. Schokken verschillen ook in hoe snel schokken zich herhalen en in de grootte van de schok (veel kleine schokken of een paar grote schokken).⁴² Schokken leiden ook niet altijd tot systeemrisico's. Deze verschillen impliceren dat er behoefte bestaat aan *verschillende lengtes van tijdshorizonnen* om risico's op te vangen. Systeemrisico's vergen wellicht een langere tijdshorizon (teneinde bijvoorbeeld 'disaster myopia' tegen te gaan) en een langere periode van bufferopbouw. Het belang van systeemrisico's kan bovendien per pensioenfonds verschillen. Marktrisico's vragen juist om een korte horizon. Daar past dan wellicht ook een kortere periode van bufferopbouw bij. Het bovenstaande roept meteen de vraag op hoe verschillende risico's en daaraan gekoppelde buffers over verschillende horizonnen te aggregeren? De academische literatuur heeft hierop nog geen afdoend antwoord gevonden (zie Hunter, 2001 en Cumming en Hirtle, 2001).

⁴² Dikwijls worden marktrisico's over één dag gemeten, kredietrisico's over één jaar en operationele risico's over een variatie van korte en lange horizonnen.

4. Tijdpad van risico.

Een andere openstaande vraag is of en hoe het tijdpad van risico (bijvoorbeeld als gevolg van conjunctuurschommelingen) moet worden meegenomen? Voor echt goede kapitaaldekking zijn buffers nodig om cyclische risico's op te kunnen vangen. Hoe zouden 'forward looking' buffers dan vormgegeven kunnen worden? Buffers zouden bijvoorbeeld kunnen worden gerelateerd aan de relatieve groei van rendementen op risicovolle beleggingen en de relatieve groei van de nominale verplichtingen ten opzichte van hun lange-termijn-trendgroei (niet ten opzichte van hun niveaus!). De trend zou gebaseerd kunnen zijn op lange-termijn-historische gemiddelden of de voorgestelde parameterwaarden in de PVK-brief, die vermoedelijk zijn berekend tegen de achtergrond van een stabiele economische groei en een lange tijdshorizon. Goodhart (2002) verwoordt dit uitstekend in relatie tot het bankwezen: "Try to relate prudential requirements much more to the rate of growth of variables, relative to their longer term trends, and not to their levels. We know that in booms bank lending and most asset prices, especially property and equity prices, grow at above trend rates. Moreover if there is a bubble, such price increases tend to accelerate prior to the climax. For example, the faster the rate of growth of property prices over the last couple of years, the more severe the loan to value ratio that supervisors should insist upon, as has been the practice in Hong Kong, for example. Again the faster the growth of banks' booms in general, and of loan book in particular, the higher the capital asset ratio that I would like to see imposed".

Conjunctureel ingegeven prudentiële regelgeving is overigens niet gemakkelijk uit te leggen. Goodhart gaat verder: "This has, of course, the apparently counter-intuitive consequential that regulation would be tightened just when banks individually were strong, in booms when profits are high and bad debts low, and even more counter-intuitively relaxed just when banks individually are weakened in depressions with falling profits and higher bad debts. But remember two points. First, the role of regulators is to maintain macro-level systemic stability, not to prevent individual institutions from failing. Second, if the regulator is not to be otiose, it must make the regulated do what they would not already voluntarily do. The thesis here is that bankers, and markets, tend to be, in aggregate, excessively expansionary in booms and often too petrified in depressions; after all, that is almost a definition of boom and bust. If so, the role of regulation should indeed be to tighten during the boom and to relax in the subsequent downturn". Dus in een opgaande conjunctuur zouden buffervereisten hoger moeten worden, terwijl ze in een laagconjunctuur juist moeten worden verzacht. Als de risico's *cyclisch* zijn dan bevordert conjunctureel ingegeven regulering de stabiliserende invloed van pensioenfondsen. Pensioenfondsen brengen in dat geval weer 'resilience' in de economie. Maar zijn de waargenomen risico's cyclisch? Weet je dat?

5. Duratie obligatieportefeuille.

Tenslotte, bij de obligatieportefeuille wordt geen rekening gehouden met de duratie van de obligatieportefeuille, een maatstaf voor de looptijd van een obligatie die rekening houdt met tussentijdse couponbetalingen. Bij een langere duratie is de prijsgevoeligheid door renteschokken van de portefeuille groter. De duratie van obligatieportefeuilles zijn voor de PVK hetzelfde. Het voordeel van de PVK-voorschriften is wel dat de methode van berekening van het risico van een obligatieportefeuille aansluit bij de methode van berekening van het risico van een aandelenportefeuille, zodat aggregatie gemakkelijk is.

5.4 Conclusie

De vraag is of het waken voor macro-stabiliteit tot het takenpakket van de PVK moet behoren. Dan zou de PVK een evenwichtigere afweging kunnen maken tussen micro- en macro-prudentiële doeleinden. De macro-dimensie van het prudentiële toezicht zou kunnen worden 'uitgebreid' met toezicht op verticale systeemrisico's. Maar alle pensioendeelnemers en -gerechtigden ongeacht de grootte van het pensioenfonds verdienen dezelfde pensioenzekerheid.⁴³ De solvabiliteit van het pensioenfonds zou zowel op korte als op lange termijn als voldoende moeten worden beoordeeld. Een en ander impliceert vermoedelijk dat de buffers die uit micro- en macro-prudentieel oogpunt zouden moeten worden aangehouden *hoger* zullen moeten zijn.

6 Prudentiële regulering en toezicht in het Verenigd Koninkrijk

Dit hoofdstuk inventariseert hoe de kwestie van onderdekking van pensioenfondsen wordt aangepakt in het VK. De regering is van plan de Minimum Funding Requirement (MFR) en bijbehorende 'Winding Up' en 'Deficiency' regels voor pensioenfondsen op den duur te vervangen (Department for Work and Pensions en HM Treasury, 2002). Op korte termijn worden enkele tussentijdse aanpassingen hierin doorgevoerd.

⁴³ De Engelse pensioentoezichthouder OPRA (2001, p. 8) schrijft: "We would be concerned if different approaches for different sizes of scheme resulted in scheme sizes being manipulated in order to take advantage of different regulatory approaches. It may be difficult to draw the dividing line in anything other than a fairly arbitrary way. Furthermore, it can be argued that each individual scheme member deserves the same level of protection, irrespective of the size of the scheme".

6.1 De nieuwe voorstellen

- Na de Maxwell affaire⁴⁴ trad in april 1997 de MFR in werking. Engelse DB pensioenfondsen moeten volgens de wet een minimum niveau van activa (funding) aanhouden om te voldoen aan hun verplichtingen en de MFR schrijft tijdslimieten voor binnen welke onderdekking ongedaan moet worden gemaakt. De Engelse regering is van plan de MFR op den duur te vervangen. Voordat het zover is, komt de regering met enkele interim-aanpassingen in de vorm van amendementen op de bestaande MFR-regelingen. Deze aanpassingen dienen zowel de korte-termijn- als de langere-termijn-solvabiliteit van DB pensioenfondsen te versterken. De aanpassingen zijn de volgende: De herstelperiode om MFR onderdekking ongedaan te maken wordt langer, teneinde neveneffecten op korte termijn tegen te gaan, en teneinde een optimaal beleggingsbeleid met een langere-termijn-perspectief mogelijk te maken. In het VK bedraagt de inlooptijd 1 (nieuw 3) jaar (bij een MFR-dekkingsgraad kleiner of gelijk aan 90%) tot 5 (nieuw 10) jaar (bij een MFR-dekkingsgraad van tussen de 90 en 100%, afhankelijk van de omvang van het tekort gemeten ten opzichte van de MFR-liability (Faculty of Actuaries and Institute of Actuaries, 2001)).
- De eis van 'annual recertifications for schemes that are fully funded on a MFR basis' (d.w.z. het afgeven van een akkoord-verklaring bij een MFR-dekkingsgraad van 100% of meer) wordt opgeheven, zodat zulke pensioenfondsen hun middelen ergens anders voor kunnen gebruiken. De eis blijft wel gehandhaafd voor pensioenfondsen die kampen met onderdekking.
- Strengere voorwaarden worden gesteld als de werkgever vrijwillig het pensioenfonds wil opdoeken met als doel de bescherming van pensioendeelnemers en -gerechtigden te verbeteren. De methode voor het berekenen van de 'debt on the sponsoring employer when he decides to wind the scheme up will be strengthened to include the actual costs of winding-up the scheme, the actual costs of annuities for pensioner members, and cash equivalent transfer values on an MFR basis for non-pensioner members'.
- De regering heeft tevens de MFR equity value adjustment (MVA) voor opgebouwde pensioenrechten van degene die nog niet met pensioen zijn aangepast. Het dividendrendement in de MVA is verlaagd van 3,25% naar 3%, teneinde het totale effect van lagere of geen dividendbetalingen door bedrijven aan aandeelhouders alsmede het stijgen van levensduur- verwachtingen mee te nemen.

Verschillen tussen het VK en Nederland

Passiva in het VK worden in tegenstelling tot Nederland altijd tegen marktconforme disconteringsvoeten (rente-termijnstructuur) gewaardeerd. In Nederland is het van oudsher in de

⁴⁴ Robert Maxwell 'nam' geld uit het Mirror Group pensioenfonds om zijn bedrijven boven water te houden en om de aandelenkoers op te peppen.

actuariële praktijk gebruikelijk pensioenverplichtingen te waarderen tegen een vaste rekenrente van 4% overeenkomstig de Actuariële Principes Pensioenfondsen (PVK, 1997).

Een andere verschil is dat de tweede pijler van het Engelse pensioenstelsel veel meer bestaat uit ondernemingspensioenfondsen dan uit bedrijfstakpensioenfondsen zoals in Nederland (Myners, 2001).

De nieuw voorgeschreven herstelperiodes in het VK zijn langer dan in Nederland, terwijl de oude herstelperiodes juist korter waren. Daar staat tegenover dat in Nederland de buffers traditioneel hoger lijken te zijn dan in het VK. Dat is niet zo verwonderlijk omdat het Engelse pensioenstelsel wordt gedomineerd door ondernemingspensioenfondsen die een hoger kostenbewustzijn hebben dan bedrijfstakpensioenfondsen. In Nederland wordt de afweging tussen hogere buffers en kortere herstelperiodes dus anders gemaakt dan in het VK. In het VK is door de kleinere buffers de mate van onderdekking vermoedelijk thans ook dieper dan in Nederland.

Een belangrijk verschil tussen Nederland en het VK betreft de indexatie van nominale verplichtingen. In de brief schrijft de PVK voor dat pensioenfondsen uit moeten gaan van een gemiddelde loonontwikkeling van ten minste 3% en een gemiddelde prijsontwikkeling van ten minste 2%. Ter vergelijking, sinds 1997 zijn DB pensioenfondsen in het VK *verplicht* te indexeren aan ‘the lower of the Retail Price Index (RPI) or 5 per cent per year (this applies only to pension accrued from April 1997 onwards)’. Dit staat bekend als de ‘Limited Price Indexation’ (Pickering, 2002, p. 13). De prijsindexatie van de pensioentoezegging in het VK valt veelal hoger uit en is bovendien verplicht in tegenstelling tot in Nederland. Indexatie is in Nederland meestal voorwaardelijk.

Tabel 6.1 vergelijkt Nederland en het VK.

Tabel 6.1 Nederland en het Verenigd Koninkrijk vergeleken

Land	Solvabiliteit	Waardering verplichtingen	Herstelperiode
Nederland	100% + verplichte algemene reserve van 5%	Pensioenverplichtingen gewaardeerd tegen 4% actuariële rente	0-1 jaar bij onderdekking (dekkingsgraad kleiner dan 105%), 0-3 jaar bij onredelijke situaties 2-8 jaar bij reservetekort
Verenigd Koninkrijk	100% MFR level + verplicht te indexeren aan 'the lower of the Retail Price Index (RPI) or 5 per cent per year'	Opgebouwde pensioenrechten van degene die met pensioen respectievelijk nog niet met pensioen zijn gewaardeerd tegen een disconteringsvoet berekend op basis van obligaties respectievelijk aandelen	Herstelperiode oud 0-5 jaar, nieuw 0-10 jaar, teneinde 100% MFR-dekking te bereiken bij een MFR-dekkinggraad van tussen de 90 en 100% Herstelperiode oud 0-1, nieuw 0-3; teneinde 90% MFR-dekking te bereiken bij een MFR-dekkinggraad kleiner of gelijk aan 90%

Bron: Faculty of Actuaries en Institute of Actuaries (2001, p. 8), PVK (2002d), Department for Work and Pensions en HM Treasury (2002).

6.2 Conclusie

Geconcludeerd kan worden dat de herstelperioden in het VK in het algemeen langer zijn dan in Nederland, maar dat is mogelijk het gevolg van de andere structuur van de pensioensector in het VK. Het VK lijkt evenals Nederland op weg naar een nieuw, meer pro-actief toezichtsregime. De regering is van plan de MFR (de voorstellen daartoe werden aangekondigd op 7 maart 2001) te vervangen met een 'long-term, scheme-specific funding standard in the context of a regime of transparency and disclosure, with additional measures to strengthen security'. De solvabiliteit van individuele pensioenfondsen wordt immers beïnvloed door een aantal factoren specifiek aan ieder pensioenfonds, zoals bijvoorbeeld de manier waarop passiva worden gewaardeerd en de mix van activa die worden aangehouden. Wetgeving is nodig om deze voorstellen te implementeren. Een 'Consultation Panel' bestaande uit belanghebbenden uit de pensioenwereld is opgericht om te helpen bij het ontwikkelen van gedetailleerde voorstellen voor wetgeving.

Op 17 december 2002 publiceerde de Engelse regering het lang verwachte 'Green Paper' getiteld 'Simplicity, Security and Choice: Working and Saving for Retirement' (Department for Work and Pensions et al., 2002) met voorstellen voor 'vergaande' veranderingen in het Engelse pensioenstelsel.

Bovendien werden er op 17 december nog drie andere gerelateerde documenten gepubliceerd (zie <http://www.dwp.gov.uk/consultations/consult/2002/pensions/index.htm>). De Engelse regering is nog steeds van plan de MFR af te schaffen en langere herstelperiodes bij onderdekking zijn nog steeds voorzien voor de 'scheme-specific replacement'. Tevens wordt een 'new kind of pension regulator' voorgesteld (Department for Work and Pensions, Dr Brian Davis, Independent Reviewer, 2002). Omdat het Engelse DB pensioensysteem veel overeenkomsten heeft met het Nederlandse pensioensysteem kan men ongetwijfeld veel van de komende Engelse pensioendiscussie leren.

7 Conclusies

De analyse in de voorgaande hoofdstukken leidt tot de volgende beantwoording van de in paragraaf 1.1 geformuleerde probleemstelling. De probleemstelling luidde: Welke systeemrisico's veroorzaken Nederlandse pensioenfondsen en wat impliceert dit voor prudentiële regelgeving en toezicht?

De verschillende karakteristieken van kapitaalgedekte pensioenfondsen enerzijds en banken en verzekeringsmaatschappijen anderzijds maken duidelijk dat identieke prudentiële regulering van en toezicht op pensioenfondsen, banken en verzekeringsmaatschappijen ongeschikt is. Pensioenfondsen dienen anders te worden behandeld dan banken en verzekeringsmaatschappijen. Het is wenselijk dat prudentiële regulering van en toezicht op kapitaalgedekte pensioenfondsen zoveel mogelijk aansluiten bij hun specifieke karakter. De pensioentoezichthouder en de overheid zouden deze typische karakteristieken van kapitaalgedekte pensioenfondsen kunnen betrekken in prudentiële regelgeving en toezicht.

Er bestaan reeds goede redenen voor micro-prudentieel toezicht op pensioenfondsen. De rechtvaardiging voor micro-prudentieel toezicht op pensioenfondsen ligt kort gezegd in langetermijn-contracten van complexe producten ('pensioenpolissen') die worden aangegaan door onwetende consumenten.

Deze studie werpt vervolgens de vraag op of het prudentiële toezicht op de Nederlandse kapitaalgedekte pensioenfondsen moet worden uitgebreid met een macro-dimensie. Op deze wijze zou de PVK naast aan micro-stabiliteit meer aandacht kunnen besteden aan macro-stabiliteit (systeemrisico's).

Ook bij pensioenfondsen treden er wel degelijk systeemrisico's op als gevolg van indirecte besmetting en systeemcrises. In het prudentiële toezicht op en de regulering van pensioenfondsen zou met deze systeemrisico's meer rekening kunnen worden gehouden. In het licht van de probleemstelling, of en hoe de PVK aandacht zou moeten geven aan macro-stabiliteit, zijn de verticale systeemrisico's daarbij het meest relevant. Ondanks de sluipende beurskrach is het voortbestaan van de Nederlandse pensioensector niet in het geding. Over horizontale systeemrisico's bestaat geen zorg. Aangezien het solvabiliteitstoezicht van de PVK al een duidelijke macro-component heeft namelijk het bevorderen en handhaven van vertrouwen in pensioen- en verzekeringsmarkten, gaat het in de probleemstelling dus in het bijzonder om de vraag ho de PVK naast aan micro-stabiliteit en horizontale systeemrisico's meer aandacht zou kunnen besteden aan verticale systeemrisico's.

Verticale systeemrisico's zijn misschien nog belangrijker dan horizontale systeemrisico's maar zijn niet eigen aan de pensioensector en behoren in principe niet tot het domein van de pensioentoezichthouder. De macro-dimensie van het prudentiële toezicht zou kunnen inhouden dat de PVK in hoofdzaak aandacht zou hebben voor de systeemrisico's in de pensioensector (horizontale systeemrisico's) en tenminste een signaalfunctie zou hebben voor de doorwerking van systeemrisico's in de pensioensector naar andere sectoren van de economie (verticale systeemrisico's).

Concluderend, de rechtvaardiging van macro-prudentiële regulering van en toezicht op pensioenfondsen ligt dus in:

- de potentiële gevolgen van een collectief vertrouwensverlies in de pensioensector (horizontale systeemrisico's)
- de mogelijkwerwijs destabiliserende effecten van dekkings- en reservetekorten bij pensioenfondsen op de economie en het financiële systeem (verticale systeemrisico's)

Pensioenfondsen zouden hun stabiliserende rol weer moeten hervinden. Bij de invulling van micro-prudentiële regelgeving en toezicht is het aan te bevelen negatieve externaliteiten (gedwongen verkopen, kuddegedrag e.d.) zoveel mogelijk te vermijden. Door het hebben van een langere tijdshorizon hoeven pensioenfondsen niet meteen te reageren op tijdelijke schokken binnen een te korte tijdsperiode.⁴⁵ Maar een langere herstelperiode impliceert ook dat er vaker sprake zou kunnen

⁴⁵ Merk op dat uitsmeren helpt, maar dat het de schok niet wegneemt.

zijn van onderdekking. Gedeeltelijke afschaffing van de kapitaaldeckingsplicht is mogelijk, maar ook dit kan leiden tot nadelige macro-effecten (vergrijzingsrisico, risico van faillissement werkgevers, verminderd vertrouwen in pensioensector, verhoogde druk op solidariteit tussen jong en oud).

Het prudentiële toezicht zou kunnen worden 'uitgebreid' met meer aandacht voor verticale systeemrisico's, maar alle pensioendeelnemers en -gerechtigden ongeacht de grootte van het pensioenfonds verdienen dezelfde pensioenzekerheid. De optelsom van buffers die zowel uit micro- als macro-prudentieel oogpunt zou moeten worden aangehouden, is vermoedelijk hoger dan de buffer die alleen uit micro-prudentieel oogpunt zou worden aangehouden. Meer aandacht voor verticale systeemrisico's verdient overweging in het nieuwe toezichtsinstrumentarium dat de PVK ontwikkelt (PVK, 2003).

Deze studie biedt tenslotte ter overweging de invoering van zoveel mogelijk 'forward looking' buffers met een lange tijdshorizon. Voor een goede kapitaaldekking zijn buffers nodig om risico's op te kunnen vangen. Pensioenfondsen zouden dan hun stabiliserende rol weer kunnen hervinden.

Open blijft nog wel de vraag wie wat moet (en kan) doen met de signalen die volgen uit de signaalfunctie van de PVK. Welke instantie zou dan uiteindelijk moeten sturen als blijkt dat de kosten van verticale systeemrisico's erg groot zijn? Over deze kwestie zal nog verder moeten worden nagedacht alvorens deze nader kan worden ingevuld. Macro-economische stabilisatie kan de PVK wellicht beter aan anderen overlaten, zoals bijvoorbeeld de Nederlandse overheid (expansief begrotingsbeleid) of de Europese Centrale Bank (monetaire expansie). Maar het zou niet verstandig zijn *significante* verticale systeemrisico's te negeren. In dat geval raken horizontale en verticale systeemrisico's namelijk met elkaar verstrengeld. Beleidsbeslissingen van individuele pensioenfondsen ten aanzien van beleggingen, premies, bijstortingen en indexatie teneinde onderdekking op korte termijn te herstellen hebben in dat geval een ongunstige uitwerking op de macro-economische ontwikkeling. Het is aan te bevelen dat de PVK beoogde nieuwe regelgeving onderwerpt aan een 'Regulatory Impact Analysis'. Met dit instrument kunnen onder meer de kosten en baten van de beoogde nieuwe regelgeving in kaart worden gebracht, de alternatieve ontwerpen van nieuwe regelgeving worden getoetst en met de pensioensector afgestemd. Bovendien kunnen met dit instrument zo nodig bredere maatschappelijke belangen in de analyse worden betrokken.

Referenties

Actuarieel Genootschap (2002), *Politiek en Pensioen, Meningen, feiten en visie*, Een onderzoek van het Actuarieel Genootschap, mei.

Bakker, R.C.L. en R. van Dam (1995), *Marktwerking en verplichtstelling in de pensioensector*, Mei, Apeldoorn.

Bikker, J.A. en H. Hu (2002), tuur en winst, voorzieningen en krediet van banken en procycliciteit van nieuwe Bazelse kapitaaleisen, *Maandschrift Economie*, april, pp. 146-169.

Bishop, G. (2002), *UK Defined contribution Pensions: The Trustees' Nightmare*, Schrodgers Salomon Smith Barney, UK Pensions Analysis, 3 oktober.

Bodie, Z., O.S. Mitchell and J.A. Turner (eds.) (1996), *Securing Employer-Based Pensions: An International Perspective*, The Pension Research Council, The Wharton School of the University of Pennsylvania, University of Pennsylvania Press, Philadelphia.

Bodie, Z. (2002), What They Don't Tell You, *economicprincipals.com*, 5 mei.

Bodie, Z., P.B. Hammond and O.S. Mitchell (2002), Chapter 1 Analyzing and Managing Retirement Risks in: O.S. Mitchell, Z. Bodie, P.B. Hammond, S.P. Zeldes (eds.) (2002), *Innovations in Retirement Financing*, University of Pennsylvania Press.

Boot, A.W.A. (2003), Naar een houdbaar pensioenstelsel, *Economisch Statistische Berichten*, 7 februari, Jrg. 88, Nr. 4394, pp. 52-55

Bovenberg, A.L. and A.S.M. van der Linden (1997), Can we Afford to Grow Old?, *Research Memorandum No. 134*, Centraal Planbureau, Den Haag.

Bovenberg, A.L. (2001), Buffers pensioenfondsen zijn meer dan ooit noodzakelijk, *Het Financieele Dagblad*, 16 oktober.

Bovenberg, A.L. (2002), Houd de pensioenpolder droog!, *Economisch Statistische Berichten*, jrg. 85, nr. 4286, 15 december, p. 1020.

CPB(2002), *Macro Economische Verkenning 2003*, september, Den Haag.

Crockett, A. (2000), Marrying the Micro- and Macro-prudential Dimension of Financial Stability, *Remarks by Andrew Crockett, General Manager of the Bank for International Settlements and Chairman of the Financial Stability Forum, before the Eleventh International Conference of Banking Supervisors, held in Basel, 20-21 September, Basle.*

Cumming, C.M. and B.J. Hirtle (2001), The Challenges of Risk Management in Diversified Financial Companies, *Review*, Federal Reserve Bank of New York, New York, March, Vol. 7, No. 1, pp. 1-17.

Danielsson, J. and H.S. Shin (2002), Endogenous Risk, www.riskresearch.org, Financial Markets Group, London School of Economics, 21 September, London.

Danielsson, J., H.S. Shin and J-P Zigrand (2002), Can financial risk regulations increase systemic risk?, www.riskresearch.org, Financial Markets Group, London School of Economics, January, London.

Davis, E.P. (2001a), Ageing and Financial Stability, *The Pensions Institute Discussion Paper*, PI-0111, Birbeck College, University of London.

Davis, E.P. (2001b), *Comments on Institutions for Occupational Retirement Provision Directive Presented to the European Parliament Economic and Monetary Committee*, February.

Davis, E.P. (2002), Issues in the Regulation of Annuities Markets, Brunel University, West London, www.geocities.com/e_philip_davis, mimeo.

Davis, E.P. and B. Steil (2001), *Institutional Investors*, MIT Press.

De Bandt, O. and P. Hartmann (2000), Systemic Risk: A Survey, *ECB Working Paper Series No. 35*, November, Frankfurt am Main.

Department for Work and Pensions and HM Treasury (2002), *The Minimum Funding Requirement: The next stage of reform*, 26 February, London.

Department for Work and Pensions, HM Treasury, Inland Revenue, (2002), *Simplicity, Security and Choice: Working and Saving for Retirement*, Government Green Paper, 17 December, London.

Department for Work and Pensions (2002), *Simplicity, Security and Choice: Working and Saving for Retirement* Technical Paper, 17 December, London.

Department for Work and Pensions, Dr Brian Davis, Independent Reviewer (2002), *Report of the Quinquennial Review of the Occupational Pensions Regulatory Authority (OPRA)*, 17 December, London.

Department of Social Security en HM Treasury (2001), *Proposals MFR*, 7 March.

Dexia Securities (2002), *Dutch Pension Funds, Pension Watchdog Bites*, Equity Research, October, Amsterdam.

Diamond, D. (1984), *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, *Review of Economic Studies*, Vol. 51, pp. 393-414.

Diamond, D.W. and P.H. Dybvig (1983), *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3, pp. 401-419.

Diamond, D. and R. Rajan (2001): *Liquidity Risk, Liquidity Creation and Financial Fragility: A Theory of Banking*, *Journal of Political Economy*, Vol. 109, pp. 287-327.

Dimson, E., P Marsh and M. Staunton (2001), *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey

DNB (2002a), *Regulatory Impact Analysis als nieuw instrument voor de Bank*, *Kwartaalbericht*, juni, Amsterdam, pp. 57-62.

DNB (2002b), *Statistisch Bulletin December 2002*, Amsterdam.

DNB (2002c), *Kwartaalbericht December 2002*, paragraaf Nederlandse pensioenfondsen, pp. 22-24.

Economist, The (2002b), Underpinning Returns, *Economic Focus*, p. 80.

Economist, The (2002c), *Ticking bomb, Company pensions and benefits*, 16 November, p. 60.

European Federation for Retirement Provision (<http://www.efrp.org/>).

Europese Commissie (1999), *Rebuilding Pensions: Security, Efficiency, Affordability*, Brussels.

Europese Commissie (2000), *Vorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de raad betreffende werkzaamheden van instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening*, 11.10.2000, COM(2000) 507 definitief, Brussels.

Europese Commissie (2002), *Press Release, Commission welcomes Council agreement on proposed Pension Funds Directive*, 5 June, Brussels.

Ewijk, C. van en M. van de Ven (2002), Pensioenvermogen vanuit macro-perspectief, In: De rol van het vermogen in de economie, *Pre-advies* Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Amsterdam, pp. 57-86.

Ewijk, C. van (2003), Nieuw pensioenakkoord nodig, *Economisch Statistische Berichten*, 21 februari, jrg. 88, nr. 4395, pp. 76-79.

Exley, C.J., S.J.B. Mehta and A.D. Smith (1997), The Financial Theory of Defined Benefit Pension Schemes, Group for Economic and Market Value Based Studies (GEMS), Paper Presented to Institute of Actuaries, 28 April.

Exley, J. (2001), Pension Funds and the UK Economy, Group for Economic and Market Value Based Studies (GEMS), Paper Presented to the Joint Institute and Faculty of Actuaries Finance and Investment Conference, Guernsey, 25th June.

Faculty of Actuaries and Institute of Actuaries (2001), *Security in Occupational Pensions*, A Report to the Department for Work and Pensions and HM Treasury, September.

Financieele Dagblad, Het (2002), *Pensioenfondsen krijgen meer tijd voor herstelplan*, 1 november.

FSA (2002), *Financing the future: mind the gap!, The implications of an ageing population - key findings and proposed actions*, May, London.

Gelder, M. de (2002), *Gewenste pensioenbuffers PVK zijn nauwelijks financieerbaar*, *Het Financieele Dagblad*, 15 oktober.

Goodhart, C.A.E., P. Hartmann, D. Llewellyn, L. Rojas-Suárez and S. Weisbrod (1998), *Financial Regulation: Why, How and Where Now?*, Routledge, London.

Goodhart, C.A.E. (2001), *The Inter-Temporal Nature of Risk*, *Marjolin Lecture*, 23rd SUERF Colloquium, October, In co-operation with J. Danielsson.

Goodhart, C.A.E. (2002), *Changes in Risk through Time: Measurement and Policy Responses*, *Studie gepresenteerd op de Federal Reserve Bank of Chicago conferentie, Financial Market Behavior and Appropriate Regulation over the Business Cycle*, 38th Annual Conference on Bank Structure and Competition, 8-10 May.

Hunter, W.C. (2001), *Issues in Risk Management: Measurement, Management and Macroeconomic Implications*, *Studie gepresenteerd op de conferentie 'New Directions in Quantitative Risk Management*, 12 July, Amsterdam.

Inland Revenue (2002), *Simplifying the Taxation of Pensions – Increasing Choice and Flexibility for All*, 17 December, London.

Kocken, T.P., H.F.P. van Capelleveen, en J.P.W. Engel, (2001), *Eigendomsvraagstukken rondom een pensioenfonds belicht vanuit de optietheorie*, Cardano Risk Management, oktober.

Kuné, J.B. (red.) (2002), *Waarde van pensioen; over waardering, zekerstelling en toereikendheid*, Stichting Pensioenwetenschap, Den Haag.

Laat, de E.A.A., M.E.A.J. van de Ven en M.F.M. Canoy (2000), *Solidariteit, keuzevrijheid en transparantie, De toekomst van de Nederlandse markt voor ouderdagsvoorzieningen*, Centraal Planbureau, Den Haag.

Laboul, A. (1998), Chapter III, The Financial Security of Private Pension Systems, In: OECD, Private Pension Systems: Regulatory Policies, *OECD Ageing Working Paper*, 2.2, Paris.

Lachance, M-E. and O.S. Mitchell (2002), Understanding Individual Account Guarantees, *mimeo*.

Low, P. (2002), Credit Risk Measurement and Procyclicality, *BIS Working Papers No. 116*, September, Basle.

Marossy, A. and J. Yermo (2002), Pension Fund Governance, *OECD Financial Market Trends No. 81*, April, Paris, pp. 141-177.

Minister van Financiën en de Staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (2000) *Regeling taakafbakening pensioenfondsen*, Regeling van de Minister van Financiën en de Staatssecretaris van Sociale Zaken en Werkgelegenheid van 20 december, Den Haag.

Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (2002), *Hoofddlijnennotitie nieuwe Pensioenwet*, 27 maart, Den Haag.

Ministerie van Financiën (2003), Persbericht PERS-2003-022, Den Haag, 29 januari 2003, Steun voor fusie DNB/PVK en Gezamenlijke brief van de Minister van Financiën en de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.

Myners, P. (2001), *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, 6 March, London.

OECD (2000a), The Containment of Bankruptcy Risk in Private Pension Plans, J.E. Pesando, In: *Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies*, Book 2, Part 1:3)a, Insurance and Private Pensions Unit, Financial Affairs Division, Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs, Paris.

OECD (2000b), *Investment Regulation of Insurance Companies and Pension Funds*, Juan Yermo, 2000, In: *Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies*, Book 2, Part 1:3)b, Insurance and Private Pensions Unit, Financial Affairs Division, Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs, Paris.

OECD (2000c), *Principles for Investment Regulation of Pension Funds and Life Insurance Companies*, Gerry Dickinson, In: *Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies*, Book 2, Part 1:3)c, Insurance and Private Pensions Unit, Financial Affairs Division, Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs, Paris.

OECD (2001a), *Funding Rules and Implications for Pension Fund Investment*, Note, DAFPE/AS/PEN/WD(2001)17, Paris.

OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight) (2003), *Systemic Risk, Fannie Mae, Freddie Mac and the Role of the OFHEO*, February 4, Washington.

OPRA (2001b), *Security for Occupational Pensions, A Consultation Document*, Response of the Occupational Pensions Regulatory Authority (OPRA), January.

Pickering, A. (2002), *A Simpler Way to Better Pensions*, An independent report by Alan Pickering, July.

Ponds, E.H.M. (2002), *Waardering pensioenverplichtingen*, In: J.B. Kuné (red.), *Waarde van pensioen; over waardering, zekerstelling en toereikendheid*, Stichting Pensioenwetenschap, Den Haag.

PVK (1997), *Actuariële Principes Pensioenfondsen*, februari, Apeldoorn.

PVK (2002a), *De uitgangspunten voor een financieel toetsingskader*, Apeldoorn.

PVK (2002b), *De planning voor een financieel toetsingskader*, februari, Apeldoorn.

PVK (2002c), *PVK geeft pensioenfonds meer lucht*, *Het Financieele Dagblad*, woensdag 3 juli.

PVK (2002d), *Uitgangspunten voor de financiële opzet en positie van pensioenfondsen, brief aan de besturen van de pensioenfondsen*, 30 september, Apeldoorn.

PVK (2002e), *Financiële gegevens pensioenfondsen 2000*, Apeldoorn.

PVK (2002f), *Rapportage van Pensioen- en Verzekeringskamer over de financiële positie van pensioenfondsen* d.d. 18 december 2002 aan Staatssecretaris Rutte van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.

PVK (2003), *White paper solvabiliteitstoets*, Financieel Toetsingskader, maart, Apeldoorn.

UBS Asset Management (2001), *International Pension Fund Indicators 2001, A Perspective on Pension Fund Investment Worldwide*, 1 December, London.

UBS Asset Management (2002), *International Pension Fund Indicators 2002, A Long-term Perspective on Pension Fund Investment*, May, London.

SER (2001), *Advies Nieuwe Pensioenwet*, Publicatienummer 6, 18 mei, Den Haag.

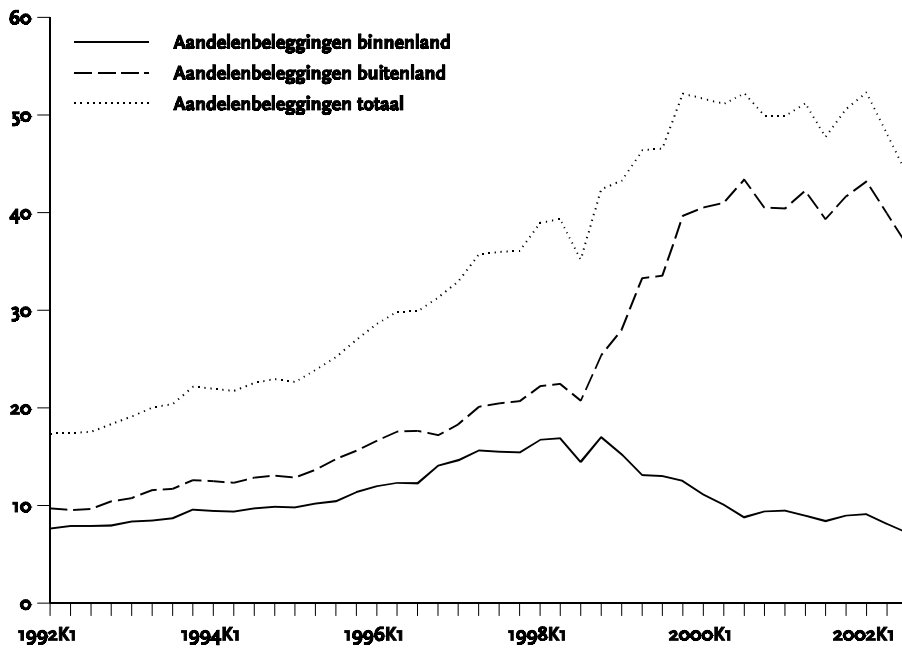
SER (2002), *Aanvullend advies Nieuwe Pensioenwet*, Publicatienummer 1, 15 februari, Den Haag.

Vuren, A. van (2003), *Financiële consequenties PVK-regels*, *CPB Memorandum* No. 57, Centraal Planbureau, 7 februari, Den Haag.

WRR (1999), Hoofdstuk 6, *Intergenerationale risicobeheersing in de pensioensfeer*, In: WRR, *Generatiebewust beleid*, SDU, Den Haag.

Annex

A.1: Kapitaalmarktbeleggingen in aandelen van Nederlandse pensioenfondsen



Bron: DNB (2002b), *Statistisch Bulletin*, December 2002.

A.2: Pensioenactiva eind 2000

Landen	Pensioenactiva in miljarden dollars	Pensioenactiva in % van BBP	Pensioenactiva in % van het EU en EFTA totaal
Oostenrijk	-	-	0,88
België	33	14	0,51
Denemarken	187	115	1,49
Finland	60	50	0,42
Frankrijk	64	5	3,27
Duitsland	294	15	11,75
Griekenland '99	46	54	0,18
Ierland	250	23	1,86
Italië	-	-	1,06
Luxemburg '99	-	-	0
Nederland	417	110	15,78
Portugal	12	12	0,46
Spanje	29	5	1,5
Zweden	213	96	4,95
VK	1128	81	43,99
EU totaal	-	-	88,12
IJsland	-	-	0,23
Noorwegen	-	-	0,27
Zwitserland	321	128	11,39
EFTA totaal	-	-	11,89

Bron: Kolommen 1 en 2, UBS Asset Management (2001) en Kolom 3, European Federation for Retirement Provision (<http://www.efrp.org/>).