

CPB Document

No 47

Januari, 2004

Zekerheid in het geding.

Analyse van het financieel toetsingskader voor pensioenfondsen.

Casper van Ewijk, Martijn van de Ven

Centraal Planbureau
Van Stolkweg 14
Postbus 80510
2508 GM Den Haag

Telefoon (070) 338 33 80
Telefax (070) 338 33 50
Internet www.cpb.nl

ISBN 90-5833-155-5

Inhoud

Samenvatting en conclusies	7
1 Inleiding	13
2 Waarom is toezicht nodig?	15
3 Kapitaaldekking en minimumtoets	17
4 Dekking van pensioenverplichtingen in de huidige situatie	25
5 Risico, solvabiliteit en pensioencontract	29
6 Solvabiliteitstoets	33
7 Macro-economische effecten van het toetsingskader	43
Literatuur	53

Ten geleide

Veel pensioenfondsen kampen momenteel met aanzienlijke dekkings- en/of reservetekorten. Daardoor is discussie ontstaan over de hoogte van de buffers die nodig zijn om zeker te stellen dat pensioenfondsen te allen tijde aan hun pensioenverplichtingen kunnen voldoen. Het Kabinet zal dit jaar de regeling van het financiële toezicht op pensioenfondsen vastleggen in de nieuwe Pensioenwet. Hierin zijn opgenomen de zekerheidseisen waaraan pensioenfondsen moeten voldoen. De ontwerp-hoofdpijnen voor de regeling zijn december 2003 bekend geworden.

Dit Document bevat een analyse van de solvabiliteitstoets en de minimumtoets die in het financieel toetsingskader kunnen worden opgenomen. Tevens wordt uitgebreid ingegaan op de waardering van verplichtingen, rekening houdend met risico en het voorwaardelijke karakter van sommige toezeggingen. Tot slot schetst het Document de kwantitatieve effecten van verschillende mogelijke invullingen van het financiële toezicht en verschillende pensioencontracten. Met dit Document hoopt het CPB een nuttige bijdrage te leveren aan de discussie over de invulling van het financiële toezicht op pensioenfondsen.

Belangrijkste conclusie is dat de recent door het Kabinet gepubliceerde ontwerp-hoofdpijnen voor de regeling van het financiële toezicht impliceren dat de facto het beginsel van volledige kapitaaldekking van welvaarts vaste pensioenen wordt losgelaten. In het licht van de vergrijzing levert dit risico's op voor de houdbaarheid van het pensioenstelsel, omdat indexering dan waarschijnlijk deels uit omslagfinanciering zal plaatsvinden.

Casper van Ewijk en Martijn van de Ven zijn de auteurs van dit Document. Het onderzoek over het nieuwe financiële toetsingskader is mede uitgevoerd door Debby Lanser en Frans Suijker. Dank is verder verschuldigd aan de deelnemers aan de discussies tijdens het deskundigenoverleg over het nieuw financieel toezichtskader pensioenfondsen in de tweede helft van 2003, met name Klaas Knot (PVK), Dirk Broeders (PVK) en Job Swank (DNB). Het spreekt voor zich dat zij geen verantwoordelijkheid dragen voor de inhoud van dit Document. Voorts mag het commentaar van Lans Bovenberg en CPB-collega's Peter Kooiman, Ed Westerhout en Rocus van Opstal niet onvermeld blijven.

F.J.H. Don
Directeur

Samenvatting en conclusies

Toezicht op pensioenfondsen is nodig om de rechten van gepensioneerden te beschermen, afwenteling op toekomstige generaties te voorkomen, en om versturende effecten op de economie te beperken. Deze notitie richt zich op twee toetsen die zijn voorgesteld in het nieuwe toetsingskader voor pensioenfondsen, de minimumtoets en de solvabiliteitstoets. Het toetsingskader is bepalend voor de voorwaarden waarbinnen sociale partners het pensioencontract kunnen vaststellen. Het toezicht op pensioenfondsen kan via deze randvoorwaarden bijdragen aan het robuuster maken van het huidige pensioenstelsel. Bij de invulling van het toetsingskader is het van belang om rekening te houden met het krimpende draagvlak voor risico's. Door de rijping van pensioenfondsen, vergrijzing van de bevolking en toenemende mobiliteit op de arbeidsmarkt nemen de mogelijkheden om schokken op te vangen via premieverhogingen af. Het pensioenstelsel kan robuuster worden gemaakt door herziening van het (impliciete) risicocontract en/of een prudenter beleid bij het nemen van risico's. Door meer risico's te leggen bij de huidige deelnemers (via het flexibeler maken van de pensioenaanspraken) kan de volatiliteit van de premies worden beperkt. Daardoor nemen ook de risico's voor de continuïteit van de pensioenfondsen af.

Herstel van kapitaaldekking

Kapitaaldekking vereist een minimumtoets gericht op volledige dekking van de pensioenen. Door voor voldoende dekking te zorgen kunnen huidige generaties voorkomen dat de last wordt doorgeschoven naar toekomstige generaties. Dit is ook een voorwaarde voor de houdbaarheid van het pensioenstelsel. Wanneer deelname per saldo een last oplevert voor nieuwe deelnemers, kan de continuïteit van het pensioenfonds vroeger of later in het geding komen.

De startsituatie is niet gunstig. Door de geslonken reserves in de jaren '90 en de daling van de aandelenkoersen op de beurzen rond de eeuwwisseling kampen de pensioenfondsen met aanzienlijke dekkingstekorten. Uitgaande van een actuele dekkingsgraad van ca. 70% van de totale verplichtingen, vereist herstel van de kapitaaldekking voor volledig welvaartsvast en waardevast pensioenen een additionele opbouw van vermogen met ca. 30 procent van de verplichtingen. Dit komt overeen met een eenmalig bedrag van ruwweg 80 procent van de huidige bruto loonsom.

Het noodzakelijke herstel van de pensioenvermogens veroorzaakt een forse schok voor de Nederlandse economie. In eerdere ramingen werd al een premiestijging voorzien van 10½% van de bruto loonsom in 2002 tot gemiddeld 14¾% in de periode 2004 – 2010. Uit de nu voorliggende berekeningen blijkt echter dat dit maar tot een gedeeltelijk herstel van de pensioenproblematiek leidt. Voor terugkeer naar volledige kapitaaldekking van pensioenen is meer vereist. Bij een herstelperiode voor kapitaaldekking van 15 jaar en gedeeltelijke opschorting van de indexatie (volgens een staffel) duiden berekeningen nog steeds op een additionele premieverhoging van circa 1½ %-punt. Een stijging van de premies kan worden

voorkomen door sneller het verlies te nemen en de indexatie sterker te korten. In het extreme geval waarin de indexatie volledig wordt opgeschort totdat de vermogensdekking is hersteld, is een premieverlaging ten opzichte van het basispad mogelijk met ca. 2½%-punt. Bij een kortere hersteltermijn van 10 jaar bedragen de premieveranderingen in de twee varianten respectievelijk 4% en 0%. De macro-economische effecten van dergelijke premiestijgingen zijn groot. De macro-economische effecten zijn groter naarmate de hersteltermijn korter is en gedurende het herstelproces de bestaande rechten voor een groter deel worden geïndexeerd aan de inflatie en de loonstijging.

Waardering van de verplichtingen

Volgens het beginsel van actuele waarde wordt de waarde van pensioenaanspraken bepaald conform de prijsvorming op de financiële markten. Voor welvaarts vaste pensioenen mag ervan worden uitgegaan dat de marktwaarde voor deze pensioenen wordt verminderd door de onzekerheid die voortkomt uit de koppeling aan de (onzekere) loonontwikkeling. De dekkingsgraad is erg gevoelig voor de waardering van dit risico. Een 1 procent hogere risicopremie levert voor een gemiddeld pensioenfonds een verbetering van de dekkingsgraad met 16 punten op.

In de actuariële traditie wordt weinig aandacht besteed aan de waardering van risico's. Dit kan leiden tot systematische over- of onderwaardering van risico's. De voorstellen van de PVK voor de waardering van de verplichtingen kunnen tot een aanzienlijke overschatting van de verplichtingen leiden. Nader onderzoek naar de waardering van de verplichtingen is van groot belang voor het toezicht op pensioenfondsen. Daarbij dient ook de waardering van complexere pensioencontracten door middel van technieken van optiewaardering betrokken te worden.

Voorwaardelijke toezeggingen

Wellicht de belangrijkste complicatie bij de waardering van verplichtingen is de bepaling van de toezeggingen zelf. Vooral de 'zachte' verplichtingen rond indexatie, die afhankelijk zijn van toekomstige bestuursbesluiten, zijn in de praktijk vaak moeilijk in waarde uit te drukken. Dit is alleen op te lossen als van pensioenfondsen verlangd wordt om helderheid te verschaffen omtrent zowel de 'harde' als de 'zachte' pensioenaanspraken en de wijze waarop deze gekoppeld zijn aan bijvoorbeeld de positie van het fonds, zoals bijvoorbeeld gebeurt bij staffels.

Solvabiliteitstoets

De solvabiliteitstoets heeft betrekking op de kans dat de dekking van de verplichtingen binnen een bepaalde periode (zeg één jaar) onder een bepaalde minimumgrens kan uitkomen. Deze toets heeft in de eerste plaats tot doel om te voorkomen dat er onvoldoende vermogen in kas is als een pensioenfonds onverhoopt gedwongen mocht zijn om te stoppen omdat er geen nieuwe deelnemers meer zijn, bijvoorbeeld bij faillissement van de moederonderneming of omdat de deelnemers weglopen (discontinuïteitrisico). Tekorten worden dan afgewenteld op huidige

deelnemers, met name de vaak oudere werknemers met veel opgebouwde rechten. Daarnaast is toezicht op de risico's van pensioenfondsen van belang om afwenteling van risico's op anderen (met name toekomstige generaties) te voorkomen. Tenslotte is de toets uit macro-economisch oogpunt belangrijk om de volatiliteit in de pensioenpremies te beperken. Premieschokken hebben niet alleen een verstorend effect op de arbeidsmarkt, maar werken ook door in bijvoorbeeld onvoorspelbare fluctuaties in de overheidsfinanciën. Deze verstorende effecten worden kleiner bij een langere hersteltermijn, wanneer pensioenfondsen worden gestimuleerd om minder risico te nemen en om meer risico te leggen bij de bestaande rechten.

Voor de solvabiliteitstoets worden in deze notitie twee alternatieven in beschouwing genomen:

- Een enge solvabiliteitstoets, die alleen wordt toegepast op de harde (nominale) verplichtingen
- Een brede solvabiliteitstoets, die wordt toegepast op alle verplichtingen

De enge solvabiliteitstoets is gericht op de bescherming van de (minimale) pensioenaanspraken in het geval van discontinuïteit van een pensioenfonds. Om een bepaalde mate van zekerheid te bereiken zal een gemiddeld pensioenfonds een buffer moeten aanhouden bovenop de 100% dekking van de harde verplichtingen. Het gaat daarbij om de opgebouwde rechten van zowel de actieve als de inactieve deelnemers, inclusief eventuele 'harde' toezeggingen over indexering. De brede solvabiliteitstoets heeft betrekking op de totale verplichtingen, inclusief normaliter te verwachten indexatie aan prijs- en loonontwikkeling. Deze toets beschermt toekomstige generaties tegen te grote schokken en zet een rem op de premievolatiliteit. Uit het oogpunt van intergenerationele risicodeling zijn tot op zekere hoogte neerwaartse afwijkingen van 100% dekking aanvaardbaar. Te grote tekorten dienen echter vermeden te worden, al is het maar omdat zij de continuïteit van het fonds in gevaar kunnen brengen.

Helemaal perfect zijn de toetsen niet. Om de premievolatiliteit effectief te beperken, zou de zekerheidsmaat gewogen moeten worden met de premiebasis van pensioenfondsen. Op die manier zou rekening gehouden kunnen worden met het draagvlak voor het opvangen van schokken, dat van fonds tot fonds sterk uiteen kan lopen. Als alternatief zou men de toets ook kunnen differentiëren tussen klassen van pensioenfondsen, ingedeeld naar de breedte en stabiliteit van de premiebasis.

Kabinetsvoorstel

In het recent gepubliceerde kabinetsvoorstel voor de hoofdlijnen van het toezicht op pensioenfondsen wordt gekozen voor de *enge* solvabiliteitstoets met een zekerheidsmaat van 97,5% en een inhaaltermijn van 15 jaar. Opvallend is dat in het voorstel geen aandacht wordt besteed aan de eis van volledige kapitaaldekking van de totale verplichtingen. Niet duidelijk is daarom naar welke vermogensdekking pensioenfondsen uiteindelijk moeten streven en binnen welke tijdshorizon de kapitaaldekking hersteld moet zijn. De solvabiliteitstoets vereist voor het

gemiddelde pensioenfondsen een dekking van ca. 128% van de harde (nominale) verplichtingen, terwijl voor kapitaaldekking van alle verplichtingen (inclusief indexatie) een vermogen van ca. 150% van de nominale verplichtingen nodig is.

Om de effecten van de solvabiliteitstoets te kunnen bepalen, is daarom van groot belang welke eis in de toekomst richtinggevend wordt voor de Nederlandse pensioenfondsen. Indien de eis van volledige kapitaaldekking van de totale verplichtingen vervalt, is het de vraag in hoeverre pensioenfondsen nog bereid zullen zijn om te reserveren voor indexaties. Als pensioenfondsen gaan koersen op de vermogensseis van de solvabiliteitstoets wordt de facto het beginsel van volledige kapitaaldekking van pensioenen losgelaten, met risico's voor de houdbaarheid van het stelsel. Een deel van de huidige tekorten wordt dan blijvend doorgeschoven naar toekomstige generaties. Wanneer pensioenfondsen gemiddeld vasthouden aan een dekking van 128% (in plaats van de voor kapitaaldekking benodigde 150%) en toch overgaat tot volledige indexatie, zullen deelnemers in de toekomst meer premie betalen dan zij terug ontvangen aan pensioen. Naar schatting zal deelname aan de pensioenregeling voor nieuwe deelnemers in de toekomst per saldo (in huidige euro's) een verlies opleveren van bijna 4000 euro. Gemeten op het moment dat de generatie van 2020 tot het pensioenstelsel toetreedt, betekent dit een verlies dat gelijkwaardig is aan een eenmalig bedrag van circa 20% van het (bruto) jaarsalaris. Het is de vraag of een dergelijk tekort niet de houdbaarheid van het pensioenstelsel zal ondermijnen.

Blijven pensioenfondsen toch streven naar volledige kapitaaldekking van welvaartsvaste pensioenen, dan wordt de voorgestelde enge solvabiliteitstoets voor het gemiddelde fonds niet langer bindend. De streefdekking van pensioenfondsen ligt dan immers (ruim) boven het vereiste minimum uit hoofd van de solvabiliteitstoets. Dat betekent dat fondsen op lange termijn hun risicoprofiel flink kunnen verhogen zonder dat het tot een straf leidt in de vorm van een hogere vermogensseis. De solvabiliteitstoets levert dan geen bescherming meer op tegen afwenteling van risico's op toekomstige generaties en vormt ook geen rem op de ongewenste macro-economische effecten van premievolatiliteit.

Tot slot

Het financiële toezicht stelt kaders waarbinnen pensioenfondsen opereren. De invulling van de pensioenregeling is een zaak van de sociale partners. Hoe een robuust pensioencontract er in de toekomst uit moet zien, valt buiten het kader van dit document. Ook wordt niet ingegaan op de vraag hoe pensioenfondsen de huidige tekorten moeten opvangen. Wel worden enkele kwantitatieve scenario's geschetst voor het herstelproces in de komende periode. De scenario's kunnen inzicht verschaffen in de afwegingen tussen hersteltermijn en pensioenzekerheid, voor verschillende pensioencontracten met meer of minder flexibiliteit in de indexatie van pensioenrechten. Deze verkenning is verre van volledig. In een toekomstige studie, die zich meer richt op de analyse van verschillend mogelijke pensioencontracten, zal het Centraal

Planbureau ook andere opties analyseren zoals bijvoorbeeld aanpassing van de pensioenleeftijd of overgang naar 'defined contribution' (DC) stelsels.

1 Inleiding

In de voorstellen van de Pensioen- en Verzekeringskamer (PVK) voor het Financiële Toetsingskader (FTK) voor pensioenfondsen worden drie toetsen onderscheiden (PVK, 2001):

- **Minimumtoets:**

Dit is de eis van volledige dekking van de verplichtingen. Hieronder vallen in elk geval de ‘harde’ onvoorwaardelijke toezeggingen. De meer voorwaardelijk geformuleerde ‘zachte’ toezeggingen vallen eronder voor zover ze als hard kunnen worden gezien.

- **Solvabiliteitstoets:**

Deze toets betreft de zekerheid dat het fonds ook over een bepaalde periode (bijv. 1 jaar) voldoende middelen heeft om aan de verplichtingen te voldoen.

- **Continuïteitstoets:**

Dit is een meer algemene toets gericht op de robuustheid van het fonds voor verschillende scenario's op lange termijn.

Recent is een ontwerpnotitie verschenen van het Kabinet waarin de hoofdlijnen worden geschetst voor de regeling van het financiële toezicht op pensioenfondsen in de pensioenwet. Gezien de enorme omvang van de pensioenvermogens kan de invulling van het toezicht grote consequenties hebben, niet alleen voor de pensioenfondsen zelf maar ook voor de Nederlandse economie als geheel. Dit CPB Document beoogt een algemeen kader te schetsen voor de analyse en de uitwerking van het financiële toezicht. Ook zal aandacht worden besteed aan de macro-economische effecten.

Een complicerende factor bij de invoering van het FTK in de huidige situatie betreft de zwakke uitgangspositie waarin de meeste fondsen thans verkeren. Eisen die voortvloeien uit het FTK zijn daarom ook direct van invloed op het hersteltraject van de pensioenfondsen in de komende jaren. Strengere eisen aan de dekking van pensioenen brengen hogere lasten met zich mee, in ieder geval voor de huidige generaties. Gezien de grote effecten van pensioenpremies op de economie is een zorgvuldige afweging van belang. Dat vereist dat naast de lasten ook de baten van het FTK zo goed mogelijk in beeld worden gebracht. Een extra complicatie is dat gelijktijdig met de invoering van het toetsingskader wordt overgeschakeld op een nieuw systeem van waardering van bezittingen en verplichtingen van pensioenfondsen. Stille reserves die voorheen wellicht in dekkingseisen zaten, zullen daardoor mogelijk verdwijnen. Ook zijn de nieuwe waarderingsprincipes nog niet geheel uitgekristalliseerd. Kleine veranderingen in de methoden van waardering kunnen grote gevolgen hebben voor de waarde waarmee de verplichtingen op de balans komen te staan, en daarmee voor de vereiste dekking. ‘The devil is in the detail’. Het is daarom ook noodzakelijk om stil te staan bij de vraag wat nu precies ‘verplichtingen’ zijn en hoe deze moeten worden gewaardeerd.

2 Waarom is toezicht nodig?

De Nederlandse pensioenfondsen zijn in veel opzichten unieke instellingen. In sommige opzichten zijn zij vergelijkbaar met financiële instellingen, maar in veel opzichten ook niet. Anders dan bij verzekeringsmaatschappijen is deelname tot op zekere hoogte verplicht en zijn de deelnemers zelf (en niet de aandeelhouders) uiteindelijk de risicodragende partij. Voor het toezicht is het essentieel hoe het bestuur van pensioenfondsen geregeld is, wie uiteindelijk verantwoordelijk is voor de gedragen risico's en wat de rechten van individuele deelnemers zijn. In veel opzichten lijkt de pensioensector op een semi-collectieve sector, die verplicht premies oplegt, zorgt voor inkomensoverdrachten tussen generaties en dat grotendeels doet zonder duidelijke en vooraf opgestelde regels. In veel opzichten biedt daarom het stabiliteitspact vaak een betere analogie voor het denken over toezicht op pensioenfondsen dan het bestaande toezicht op financiële instellingen.

Een pensioenfonds vervult drie belangrijke functies:

- **Levensverzekeraar**
Het hoofddoel van het fonds is het verzekeren van de oude dag. Omdat voor ieder individu afzonderlijk moeilijk te voorspellen is hoe lang hij/zij zal leven, is het nuttig om een inkomensverzekering af te sluiten voor de duur van het leven.
- **Beleggingsfonds**
Het pensioenfonds fungeert ook als beleggingsfonds. De premies die de deelnemers gedurende hun actieve leven afdragen worden belegd in financiële activa. Het fonds zorgt ervoor dat alle deelnemers voldoende vermogen opbouwen om hun pensioen te kunnen bekostigen.
- **Intergenerationele risicodeling**
Anders dan bij een verzekeringsmaatschappij waar de aandeelhouders de risico's dragen, worden bij een pensioenfonds alle risico's onderling verdeeld. De verdeling hangt af van het – veelal impliciete – pensioencontract. Via het fonds komt een contract tot stand tussen verschillende generaties: jongere generaties beloven aan oudere generaties een bepaald pensioen; in ruil daarvoor worden zij de facto eigenaar van het vermogen van het fonds. Omdat de pensioenen vastliggen, profiteren de jongere cohorten van eventuele meevallers, maar draaien zij ook op voor tegenvallers. Dit is een vorm van intergenerationele risicodeling.

Doordat de jonge generaties van straks nu nog geboren moeten worden, handelt een pensioenfonds in feite ook namens toekomstige generaties en onderscheidt het zich wezenlijk van gewone financiële instellingen die via de markt opereren. Het pensioenfonds is uitverder en bewaker van een impliciet contract met toekomstige generaties. Dit stelt extra eisen aan het toezicht.

Waarom toezicht?

Er zijn verschillende redenen waarom toezicht van belang is. In het algemeen gaat het om het corrigeren of voorkomen van maatschappelijk ongewenste uitkomsten van het gedrag van pensioenfondsen. Een belangrijk onderwerp is het bestuur ('governance') van pensioenfondsen. Dit aspect valt buiten het terrein van deze notitie, evenals eisen aan de transparantie van pensioenfondsen voor de deelnemers (zie hiervoor onder andere De Laat et al. (2000) en Van Ewijk en Van de Ven (2002)). Deze notitie richt zich op de eisen ten aanzien van de vermogensdekking van pensioenfondsen. Toezicht is hier vereist om verschillende redenen:

- **Afwenteling van lasten naar toekomstige generaties:**

Huidige deelnemers (actieven en gepensioneerden samen) kunnen moeite hebben om de tering naar de nering te zetten, waardoor een deel van de lasten wordt afgeschoven op toekomstige generaties. Dit heeft niet alleen mogelijk ongewenste gevolgen voor de inkomensverdeling over generaties, maar kan ook een bedreiging vormen voor de continuïteit van pensioenfondsen, wanneer namelijk de deelname aan de bestaande regelingen voor nieuwe deelnemers onaantrekkelijk wordt.

- **Het nemen van overmatige risico's:**

Pensioenfondsen kunnen in de verleiding komen meer dan normale risico's te nemen, in de verwachting dat, in geval van nood, een deel van de lasten kan worden afgewenteld op anderen. Met name de actieven hebben baat bij het nemen van extra risico's, omdat tegenvallers voor een deel kunnen worden doorgeschoven naar gepensioneerden en toekomstige generaties.

- **Macro-economische externaliteiten:**

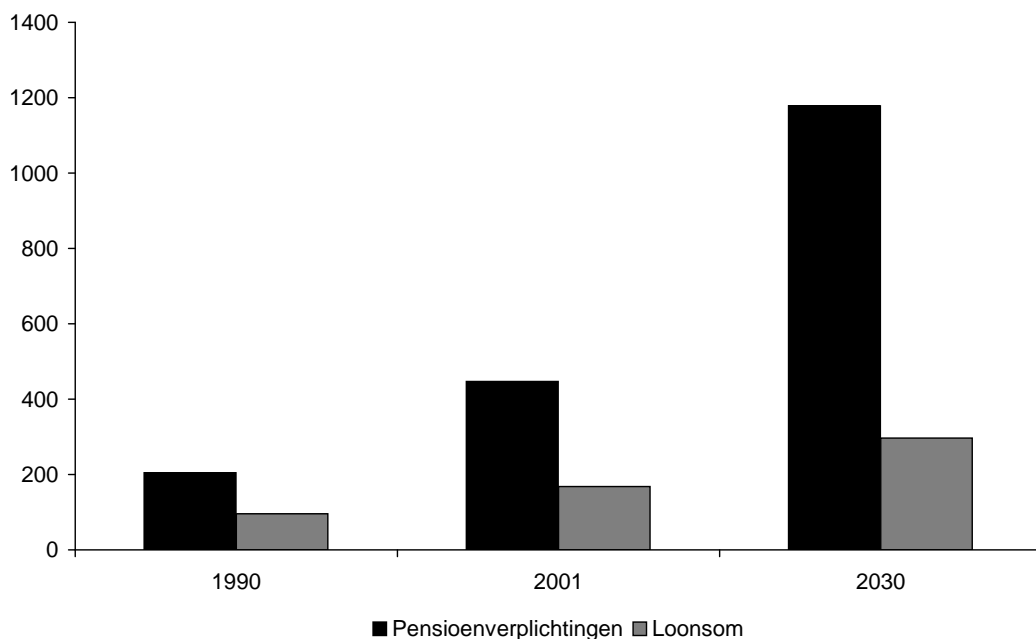
Fluctuaties in premies en uitkeringen van pensioenfondsen hebben belangrijke effecten op de economie als geheel. Door de versturende effecten op de arbeidsmarkt leidt volatiliteit in pensioenpremies tot welvaartsverliezen. Ook werken pensioenpremies door in de overheidsfinanciën. Toezicht is nodig om de externe kosten van pensioenrisico's te beperken.

Om deze verschillende ongewenste effecten tegen te gaan worden in het financieel toetsingskader verschillende instrumenten of 'toetsen' onderscheiden. De minimumtoets is erop gericht om voor voldoende dekking te zorgen van de verplichtingen. Deze toets voorkomt dat er structurele afwenteling plaatsvindt op toekomstige generaties of op de huidige gepensioneerden. Ze verzekert dat het pensioenstelsel structureel gebaseerd blijft op kapitaaldekking. De solvabiliteitstoets heeft betrekking op de risico's van pensioenfondsen en stelt grenzen aan de kans dat de dekking van het fonds tekort schiet ten opzichte van de verplichtingen. Dit is van belang om het nemen van overmatige risico's te ontmoedigen, en in het uiterste geval te voorkomen dat een fonds niet meer in staat is om de gedane pensioentoezeggingen na te komen. Bij de solvabiliteitstoets is ook de inhaaltermijn van belang; deze bepaalt binnen hoeveel tijd tekorten moeten worden goedge maakt. Hoe langer de termijn, des te groter is per saldo de kans dat de dekking – na een nieuwe schok – onder een bepaald kritisch niveau daalt.

3 Kapitaaldekking en minimumtoets

De minimumtoets hangt samen met het beginsel van kapitaaldekking. Bij kapitaaldekking dient het vermogen van een fonds steeds tenminste gelijk te zijn aan de waarde van de gedane pensioentoezeggingen.¹ Dit is onder meer van belang om de toezeggingen gestand te kunnen doen, mocht het fonds onverhoopt in discontinuïteit belanden. Dit kan gebeuren als de deelnemers ‘weglopen’ of de moederonderneming failliet gaat. Kapitaaldekking is echter ook belangrijk voor fondsen in continuïteit. De mate van dekking is namelijk bepalend voor de rekening die wordt doorgeschoven naar nieuwe deelnemers in de toekomst. Kapitaaldekking betekent in de praktijk dat de premiebetalingen voor een gemiddelde werknemer over zijn hele levenscyclus afgestemd zijn op de waarde van de verkregen pensioenrechten. Het fonds biedt dan voor de deelnemers waar voor zijn geld. Bij een te groot tekort kan deelname aan het fonds voor nieuwe werknemers onaantrekkelijk worden. Wanneer zij en masse hun heil elders gaan zoeken, komt de continuïteit van het fonds in gevaar. De minimumtoets op volledige kapitaaldekking is daarom een voorwaarde voor de houdbaarheid van de pensioenregeling.

Figuur 3.1 Loonsom en pensioenverplichtingen 1990-2030, mld euro



¹ In deze notitie wordt de minimumtoets in lijn met het beginsel van kapitaaldekking opgevat als de eis van 100% dekking van de totale verplichtingen. Volgens de Europese richtlijnen is een dekking van 105% vereist in verband met operationele risico's. Soms wordt een andere interpretatie van de minimumtoets gehanteerd, namelijk als de ondergrens die wordt gehanteerd bij de bepaling van de solvabiliteitstoets. De minimumtoets heeft dan alleen betrekking op het voor de solvabiliteitstoets relevante deel van de verplichtingen. Zie ook hoofdstuk 6 over de solvabiliteitstoets.

Met het oog op de vergrijzing is kapitaaldekking extra van belang. Met een groter wordende pensioenlast en een krimpende actieve bevolking wordt het moeilijker om pensioentekorten via premies te verhalen op jongere generaties. Dit kan inzichtelijk worden gemaakt bijvoorbeeld door te schatten wat de consequenties zijn als de indexatie van de bestaande rechten volledig uit premies zou worden gefinancierd. De kosten hangen samen met de verhouding tussen de opgebouwde pensioenrechten en de loonsom (bedrijven plus overheid). In 1990 bedroeg deze verhouding 2,6 (zie figuur 3.1). Indexatie van de pensioenrechten met 3,5%-punt (2% inflatie plus gemiddeld 1,5% reële loonstijging) betekent in dat jaar een opslag van $3,5\% \times 2,6 = 9,1\%$ -punt in de premie. Bij handhaving van het huidige stelsel zal deze verhouding tussen pensioenverplichtingen en loonsom zich naar verwachting bijna verdubbelen in 2030 en uitkomen op circa 4,5. In dat geval zou indexatie met 3,5% bijna een tweemaal zo hoge premie vergen, zo'n 16%. Onder de aanname dat alle pensioenregelingen overgaan op middelloon loopt de verhouding nog altijd op tot 3,6 waardoor een extra premie vereist zal zijn van 10,8%.

'Harde' en 'zachte' verplichtingen

Op welke verplichtingen wordt de minimumtoets toegepast en hoe wordt de waarde van deze verplichtingen bepaald? Antwoord op deze vragen is cruciaal voor de effecten van de minimumtoets. Bij de afbakening van de verplichtingen wordt wel onderscheid gemaakt tussen de zogenaamde 'harde' en 'zachte' verplichtingen. Naast de 'harde' toezeggingen in de vorm van reeds toegekende (nominale) rechten, stellen pensioenfondsen ook vaak indexatie aan prijzen of lonen in het vooruitzicht. Deze laatste toezegging is echter niet onvoorwaardelijk, maar afhankelijk van bestuursbesluiten in de toekomst. Bij besluiten over indexatie wordt ook meestal de financiële positie van het fonds in ogenschouw genomen. Vanwege deze voorwaardelijkheid worden dit wel de 'zachte' verplichtingen genoemd. Uit oogpunt van kapitaaldekking is de precieze formele status van de toezeggingen niet direct van belang; het gaat om de werkelijke te verwachten pensioenuitkeringen. In statistische termen: het gaat om de verwachte waarde van de toekomstige pensioenen voor de huidige deelnemers. Ook als er niets formeel vastligt over de hoogte van toekomstige indexeringen, kan er toch een positieve verwachting bestaan, bijvoorbeeld omdat een fonds reserveringen opbouwt die eens tot uitkering zullen komen. Ook in deze gevallen is het nodig om de verplichtingen te waarderen om te kunnen bepalen of een fonds aan de eis van kapitaaldekking voldoet, en of er geen rekening wordt doorgeschoven naar toekomstige generaties.

De huidige situatie van pensioenfondsen illustreert hoe lastig de bepaling van de indexatietoezeggingen kan zijn. Hoewel er in het verleden een traditie gegroeid is dat indexatie steeds wordt toegepast, is niet duidelijk of dit in de toekomst ook nog het geval zal zijn. Bij de bepaling van de indexatieverplichtingen in de huidige situatie zijn daarom verschillende opvattingen denkbaar:

- *Formeel*: De omvang van de verplichtingen wordt bepaald op basis van de door het fonds uitgesproken ambitie; bijvoorbeeld er wordt uitgegaan van volledige indexatie tenzij ondubbelzinnig is aangegeven hoe en wanneer van dit streven wordt afgeweken.
- *Statistisch*: De verplichtingen worden bepaald op basis van gebleken gedrag in het verleden.
- *Materieel*: De verplichtingen worden bepaald door een geïnformeerde voorspelling van het toekomstige gedrag van het pensioenfonds

Ieder van deze benaderingen heeft voor's en tegen's. Uit formeel oogpunt is de eerste opvatting wellicht het meest aantrekkelijk. Vanuit economisch gezichtspunt ligt echter de statistische of de materiële benadering meer voor de hand. Het gaat immers om een schatting van de feitelijk te verwachten pensioenuitkeringen. Gezien de historisch unieke situatie lijkt op dit moment de materiële benadering het meest houvast te bieden. Op basis van huidige informatie kan bijvoorbeeld worden verwacht dat veel fondsen in de komende jaren terughoudend zullen zijn met indexatie. Sommige fondsen hebben hun indexatie intussen expliciet gekoppeld aan de financiële positie van het fonds (bijvoorbeeld via een 'staffel'). De verplichtingen zijn daardoor lager. Maar met hoeveel is moeilijk met zekerheid te bepalen. Dat kan alleen door van fondsen te verlangen om hun indexatiestreven zoveel mogelijk te expliciteren. (Zie ook paragraaf 6 in deze notitie).

Waardering van verplichtingen

Voor de waardering wordt uitgegaan van de actuele waarde of 'fair value', dat wil zeggen de waarde die de bezittingen en verplichtingen op de openbare markt zouden hebben. Hierbij wordt het beginsel van arbitrage toegepast: de waarde van een willekeurige titel is gelijk, waar deze titel zich ook bevindt. Voor de verplichtingen geldt in beginsel hetzelfde: ook hier wordt de waarde bepaald door naar vergelijkbare titels op de markt te kijken. Ook wanneer vergelijkbare titels niet bestaan kan de waarde worden bepaald door gebruik te maken van de kennis die bestaat over de beprijzing van risico in de financiële markten. Zie ook de tekstbox 'Risicowaardering'.

Risicowaardering

Volgens het arbitrage beginsel kan de waarde van een bepaalde pensioentoezegging worden bepaald aan de hand van de marktprijs van financiële titels met een vergelijkbare toezegging. Zo kan de waarde van een vaste nominale pensioentoezegging direct worden afgeleid uit de waarde van een obligatie met eenzelfde nominale kasstroom. Anders gezegd, de waarde kan worden bepaald door de pensioenuitkering te verdisconteren met de nominale obligatierente. Op analoge wijze kan ook voor andere verplichtingen de waarde worden bepaald door de verwachte kasstroom met de juiste rentevoet ('disconto') te verdisconteren. Voor waarde vaste uitkeringen kan de discontovoet worden ontleend aan de marktprijs van indexleningen. Helaas zijn dergelijke leningen voor Nederland (nog) niet beschikbaar. Wel kunnen gegevens over dergelijke leningen in het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk worden gebruikt als basis voor een schatting van de Nederlandse reële rente.

Voor andere pensioenregelingen, waarbij de pensioenuitkering afhankelijk is van onzekere factoren zoals de economische ontwikkeling of de aandelenrendementen, is het meestal moeilijker om de waarde te bepalen. Dat geldt ook voor pensioenen die zijn gekoppeld aan de looninflatie ('welvaartsvaste pensioenen'). Hoe hoog het pensioen in de toekomst zal zijn hangt af van de – onzekere – loonontwikkeling. Omdat vergelijkbare financiële titels niet bestaan moet een beroep worden gedaan op bestaande kennis over de beprijzing van risico op de kapitaal markten. Volgens het standaardmodel het 'Capital Asset Pricing Model' (CAPM) kan de waarde van een (onzekere) uitkering P worden benaderd door de gemiddeld verwachte uitkomst te verdisconteren met de juiste discontovoet, dus

$$\text{waarde} = E(P)/(1+d)$$

waarbij $E(P)$ de statistische verwachting van de onzekere uitkering P is, en d de bijhorende discontovoet. De discontovoet kan worden berekend als de som van de risicovrije rente (r) en een risicopremie (z).

$$\text{disconto: } d = r + z$$

De risicopremie kan volgens het CAPM model worden afgeleid uit de covariantie van het rendement met gemiddelde marktrendement of met macro-economische variabelen zoals het BBP of de consumptie. De prijs van risico hangt samen met de risico-afkeer van economische subjecten; een zekere uitkomst wordt geprefereerd boven een onzekere uitkomst die hoger of lager kan uitvallen. Het risico betreft dus hier de spreiding in de uitkomsten en niet de zekerheid of het pensioen wordt uitgekeerd. Dit laatste 'default risk' wordt hier buiten beschouwing gelaten. (Zie ook het rapport van de commissie 'Risicowaardering', Ministerie van Financiën (2003)).

Bij de waardering van de pensioentoezeggingen doen zich verschillende complicaties voor:

- **Risicopremie**

Voor sommige toezeggingen bestaan geen vergelijkbare activa op de financiële markten. Dit betreft met name de in Nederland gebruikelijke welvaartsvaste pensioentoezeggingen, waarbij de hoogte van de pensioenuitkering is gekoppeld aan de loonontwikkeling. Deze koppeling aan een onzekere factor maakt de uitkering voor de rechthebbende risicovoller dan een waarde vaste uitkering. Deze onzekerheid komt tot uitdrukking in een risicopremie in de discontovoet (zie de box 'Risicowaardering').

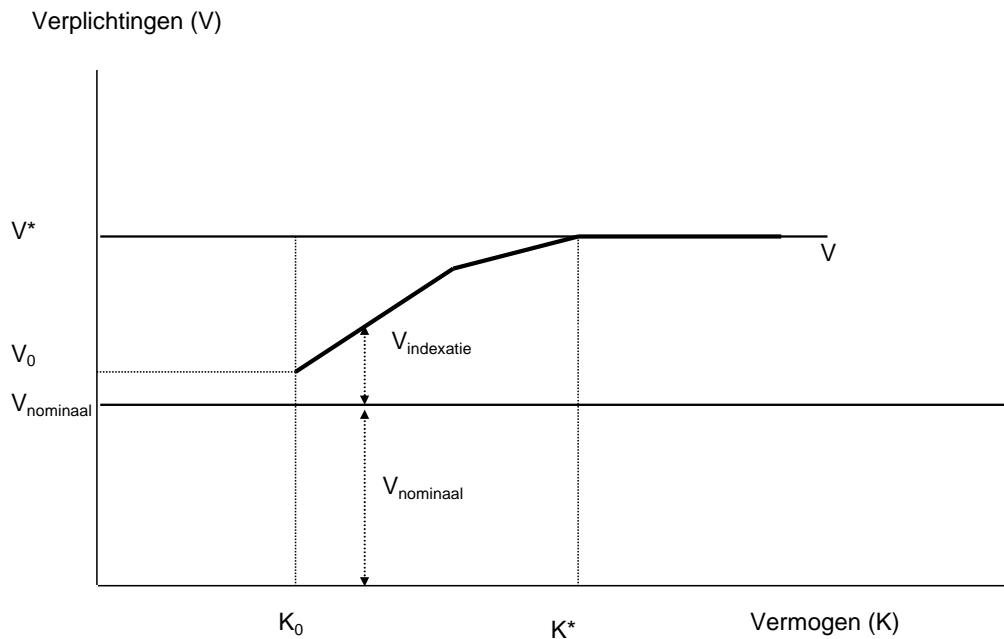
- **Opties**

De meeste pensioencontracten zijn een mix van verschillende contracten: bijvoorbeeld een nominaal pensioen met daarboven op een voorwaardelijke indexatie afhankelijk van de financiële positie van het fonds. Ook zijn mengvormen van een DC ('defined contribution') stelsel met minimumgarantie denkbaar. Dergelijke gemengde contracten leveren extra complicaties op voor de waardering van de verplichtingen. In de financiële markten bestaat echter veel kennis van technieken van optiewaardering die ook hier uitkomst kan bieden.

- **Geconditioneerde toezeggingen**

Wanneer duidelijk is dat de indexatie wordt gekoppeld aan de financiële positie van een pensioenfonds, worden ook de verplichtingen afhankelijk van de positie van het fonds: als het fonds er slecht voor staat kunnen deelnemers minder op indexatie rekenen dan wanneer het fonds er goed voor staat. Een staffel is een voorbeeld van een expliciete conditionering, waarbij bijvoorbeeld de indexatie via een regel wordt gekoppeld aan bijvoorbeeld de verhouding tussen vermogen en de nominale verplichtingen, dat wil zeggen de dekkingsgraad ten opzichte van de nominale verplichtingen. Bij een dergelijke geconditioneerde indexering varieert de omvang van de verplichtingen met de vermogenspositie van het fonds. Dit wordt weergegeven in figuur 3.2. De totale verplichtingen worden hier weergegeven als de som van de nominale verplichtingen en de waarde van de verwachte indexatie. Deze laatste neemt toe met het fondsvermogen (K). Bij voldoende vermogen nadert deze voorziening de waarde bij volledige indexatie (V^*).

Figuur 3.2 Verplichtingen bij geconditioneerde indexering



In een dergelijk stelsel kan bij de verplichtingen derhalve onderscheid worden gemaakt tussen de verplichtingen conform het ambitieniveau (V^*) en de verplichtingen uitgaande van de feitelijke startpositie van het fonds (V). Zolang het fonds niet in discontinuïteit is heeft de indexatieverplichting een positieve waarde, dus ook wanneer de dekking is gedaald tot 100% van de nominale verplichtingen (in de figuur weergegeven door punt K_0). Immers ook hier wordt voor de toekomst herstel van de indexatie verwacht wanneer het pensioenvermogen zich herstelt. De waarde van de totale verplichtingen bij deze ondergrens van K_0 is hier aangeduid als V_0 .

Een belangrijk gevolg van een dergelijke geconditioneerde indexatie is dat de omvang van de indexatieverplichtingen ‘meedemt’ met de financiële positie van het fonds. Als gevolg daarvan worden de gevolgen van een negatieve schok verzacht: het feitelijke dekkingstekort is kleiner dan wanneer voor fondsen die vasthouden aan volledige indexatie. Een deel van de schok wordt opgevangen door gedurende enige tijd de indexatie te korten. Gedurende het herstel zullen de verplichtingen geleidelijk weer stijgen totdat uiteindelijk het ambitieniveau wordt bereikt (een DC-stelsel kan worden opgevat als een extreme variant van geconditioneerde indexering: een tekort wordt dan direct vertaald in lagere pensioenaanspraken).

Waardering volgens PVK

Opvallend is dat de PVK in haar White Paper over de solvabiliteitstoets van maart 2003 het principe van marktwaardering wel hanteert voor de financiële activa van pensioenfondsen, maar het niet consequent toepast op de verplichtingen van pensioenfondsen. Weliswaar wordt bij de

waardering van pensioentoezeggingen afgestapt van een vaste rekenrente en wordt nu aangesloten bij de actuele rentestructuur, maar de PVK gaat voorbij aan - marktconforme - waardering van risico. Door geen rekening te houden met de risicopremie voor welvaartsvaste pensioenen dreigen de verplichtingen van pensioenfondsen systematisch te worden overschat. Zoals in de volgende paragraaf nader zal worden uitgewerkt, rekent het CPB dan bijvoorbeeld met een reëel disconto van 3,5%, terwijl volgens de PVK-regels wordt gerekend met een reële rente van circa 2%. De risicopremie (hier 1,5%) bovenop de risicovrije rente van 2% leidt tot lagere waarde van de pensioenrechten: dit is een compensatie voor de onzekerheid over de precieze hoogte van de uitkeringen. Dit heeft ook consequenties voor de minimumtoets; een te hoge waardering van de verplichtingen kan de minimumtoets onnodig streng maken. Zie ook de box 'Overschat de PVK de verplichtingen?'.

Overschat de PVK de pensioenverplichtingen?

In het White Paper over de solvabiliteitstoets stelt de PVK (PVK, 2003) de volgende benadering voor de waardering van de verplichtingen: door simulaties wordt een spectrum aan paden opgesteld voor uit te keren pensioenen. Vervolgens wordt voor ieder pad afzonderlijk de contante waarde van de kasstromen berekend met de risicovrije nominale rente. Van de resulterende contante waarden wordt de kansverdeling bepaald. Als laatste stap wordt de gemiddelde verwachte uitkomst bepaald met daarbovenop een reservemarge. Deze marge is zo genomen dat de werkelijke uitkomst slechts met 25% kans lager zal uitvallen. Deze marge wordt beschouwd als de waarde van risico.

In deze benadering is op twee punten in strijd met de economische beginselen van waardering:

1. Discontering met de risicovrije rente mag alleen bij zekere kasstromen. Wanneer deze rente wordt toegepast op onzekere kasstromen wordt een te groot gewicht gegeven aan kasstromen in de toekomst.
2. Het ophogen met een reservemarge leidt tot een extra opwaartse vertekening van de verplichtingen.

Het eerste punt kan als volgt worden geïllustreerd: een onzekere kasstroom van bijvoorbeeld een aandelenportefeuille met een verwachte waarde van Euro 1000 over 20 jaar heeft bij een disconto gelijk aan 2% (de huidige reële rente) een huidige waarde van Euro 667, terwijl deze zelfde kasstroom bij een disconto van 5% (inclusief risicopremie van 3%; een schatting van de aandelenpremie) een huidige waarde heeft van slechts Euro 358.

Wellicht nog belangrijker is het tweede punt. Door eerst te disconteren met de risicovrije rente en er vervolgens een reservemarge bovenop te leggen, wordt effectief met een disconto gewerkt dat nog lager is dan de rente. Stel in het bovenstaande voorbeeld dat de contante waarde van Euro 667 vanwege de 'spreiding' nog opgehoogd wordt met een marge van 10%, zodat de waarde uitkomt op Euro 733. Dat komt neer op een effectief disconto van 1,5%. Dat is heel vreemd, omdat volgens de theorie bij een meer risicovolle kasstroom juist een hogere discontovoet hoort. Men kan zich afvragen of er op deze manier in de PVK-benadering niet per saldo een solvabiliteitsbuffer wordt ingebouwd in de waardering van de verplichtingen.

4 Dekking van pensioenverplichtingen in de huidige situatie

Ondanks genoemde problemen rond de waardering van pensioenverplichtingen is het van belang om enig inzicht te verwerven in de omvang van de verplichtingen in de huidige situatie. Hieronder volgen enkele illustratieve berekeningen die een indicatie kunnen bieden voor de bestaande verplichtingen en de dekkingsgraad van de gezamenlijke pensioenfondsen anno 2002. De minimumtoets is hier opgevat als een toets op de kapitaaldekking van pensioenfondsen. Hierbij volgen wij de ruime interpretatie waarbij de toets betrekking heeft op de totale verplichtingen, dus inclusief de ‘zachte’ verplichtingen in de vorm van te verwachten indexaties. Deze interpretatie wijkt af van de kabinetsnotitie waarin de minimumtoets is ingeperkt tot de harde verplichtingen (dit zijn de nominale verplichtingen plus de onvoorwaardelijk toegezegde indexaties. In de tekst wordt dit gemakshalve wel aangeduid als de nominale verplichtingen).

Wij gaan er in eerste instantie van uit dat pensioenfondsen een vast ambitieniveau hebben voor de pensioenuitkeringen, een ‘Defined Benefit’ (DB stelsel). Vanwege de onzekerheden in de onderliggende veronderstellingen omtrent groei, risicopremies en dergelijke zijn verschillende varianten naast elkaar gezet.

Tabel 4.1 Gemiddelde dekkingsgraad (t.o.v. totale verplichtingen) van Nederlandse pensioenfondsen

	Risicopremie	Disconto (reëel)	Loonstijging	Dekkkingsgraad jaar 2002
	%			
Nominaal pensioen	0,5	2,5		109
Waardevast pensioen	0,0	2,0		71
Loongeïndexeerd pensioen	1,5	3,5	1,5	71
Varianten Loongeïndexeerd pensioen				
Hogere risicopremie	3,0	5,0	1,5	93
Lagere risicopremie	0,5	2,5	1,5	56
Lagere loonstijging	1,5	3,5	1,0	78

Bron: CPB-berekeningen

Deze cijfers hebben betrekking op een DB-stelsel voor de pensioenen. De dekkingsgraad geeft de verhouding weer tussen het in 2002 aanwezige vermogen en de totale verplichtingen van het fonds, uitgaande van het ambitieniveau van volledige indexatie van pensioenen. Uit deze cijfers blijkt dat het huidige bij pensioenfondsen aanwezige vermogen voldoende is om te voorzien in een vast nominaal pensioen. Voor dit geval bedraagt de dekkingsgraad 109. Daarbij is echter nog geen rekening gehouden met een aan te houden solvabiliteitsbuffer. Bij een solvabiliteitsbuffer van bijv. 20 à 30 procent is ook voor deze pensioenvariant een herstelproces

nodig. Voor een waardevast of een welvaartsvast pensioen schiet het aanwezige vermogen flink tekort. De dekkinggraad voor een waardevast pensioen bedraagt 71%. Een welvaartsvast pensioen komt bij een risicopremie van 1,5% en een loonstijging van 1,5% op eenzelfde dekkinggraad uit. Herstel naar deze ambitieniveau's zal daarom aanzienlijk moeilijker zijn. De tabel laat voorts zien hoe gevoelig de waardering van de verplichtingen is voor de onderliggende veronderstellingen. Een ½%-punt lagere verwachte loonstijging leidt tot een verbetering van de dekkinggraad met ongeveer 7 punten. Even gevoelig is de dekkinggraad voor de veronderstelde risicopremie. Hiervoor worden naast de centrale waarde van 1,5% ook varianten gegeven met een risicopremie van 0,5% en 3%. (Zie ook de box 'Risicopremie en loongerelateerde uitkeringen'). De betekenis van de risicopremie kan ook worden geïllustreerd door het effect ervan weer te geven op de vereiste dekkinggraad ten opzichte van de nominale verplichtingen, zie de laatste kolom van tabel 4.2.

Tabel 4.2 Vereiste dekkinggraad t.o.v. nominale verplichtingen

	Risicopremie	Disconto (reëel)	Loonstijging	Nominale dekkinggraad
Nominaal pensioen	0,5	2,5		100
Waardevast pensioen	0,0	2,0		153
Loongeïndexeerd pensioen	1,5	3,5	1,5	153
Varianten Loongeïndexeerd pensioen				
Hogere risicopremie	3,0	5,0	1,5	117
Lagere risicopremie	0,5	2,5	1,5	195
Lagere loonstijging	1,5	3,5	1,0	140

Deze resultaten volgen direct uit de verhoudingen tussen de dekkinggraden in de laatste kolom van tabel 4.2. De enorme verschillen onderstrepen het belang om meer inzicht te krijgen in de juiste waardering van loongerelateerde uitkeringen.

Bij deze berekeningen is uitgegaan van een reële loonstijging van 1,5%. Dit cijfer ligt in lijn met de recente internationale CPB-scenario's die uitgaan van een arbeidsproductiviteitsstijging tussen 1,1% en 2,1% (Lejour, 2003). Ook sluit deze raming aan bij langetermijnstudies over vergrijzing zoals 'Ageing in the Netherlands' (Van Ewijk et al., 2000) waar wordt uitgegaan van een loonstijging van 1,75%. Voorts is bij deze berekeningen uitgegaan van een nominale rente van 4,5%, een verwachte inflatie van 2% en een premie voor het inflatie risico van 0,5%. Deze laatste premie is een compensatie voor de onzekerheid in de reële opbrengst van nominale obligaties. Door onzekerheid omtrent de inflatie is immers de reële waarde van een nominale betaling onzeker. In dat geval bedraagt de risicovrije reële rente, d.w.z. de rente voor waarde vaste uitkeringen, 2% (= 4,5% - 2% - 0,5%). Dit komt overeen met de rente van indexleningen. Bij een risicopremie voor loongerelateerde uitkeringen van 1,5% (bovenop de

risicovrije rente van 2%) bedraagt de reële discontovoet 3,5%, of wel een nominaal disconto van 5,5%.²

Terzijde kan worden opgemerkt dat bij de staffel van het ABP wordt uitgegaan van een toekomstige reële loonstijging van 0%. Dit lijkt over een termijn van vele jaren niet plausibel. De keuze voor dergelijke lage waarde heeft vanzelfsprekend consequenties voor de waardering en kan tot een onderschatting van de verplichtingen leiden.

Risicopremie op loongerelateerde uitkeringen

Door de koppeling aan de loonwikkeling is vooraf onzeker hoe hoog de toekomstige uitkering van een welvaartsvast pensioen zal zijn. Over een termijn van 10 of 20 jaar kan hier een flinke spreiding in zitten. In hoeverre deze onzekerheid leidt tot een lagere waardering van de pensioenuitkering hangt af van de mate van risicoaversie. Helaas bestaan er nog maar weinig betrouwbare schattingen van de risicopremie voor welvaartsvaste pensioenuitkeringen. Vanwege de koppeling aan de (onzekere) loonontwikkeling verwachten wij in ieder geval een positieve risicopremie en een die hoger is dan de premie voor het inflatierisico op nominale activa, waarvoor 0,5% een redelijke schatting lijkt. Voor de risicopremie op loongeïndexeerde uitkeringen hanteren wij als eerste benadering een waarde van 1,5%, met onzekerheidsvarianten van 0,5% à 3%. De waarde van 1,5% sluit aan bij de prudente uitgangspunten met betrekking tot de risicopremie op aandelen die in de pensioensector thans veelal op 3% wordt gesteld.

Het volgende voorbeeld kan helpen om enig gevoel te krijgen bij deze waarden: bij een reële loonstijging van 1½% en een risicopremie van 1½% is een (onzeker) welvaartsvast pensioen precies evenveel waard als een (zeker) waardevast pensioen. De verwachte extra stijging door de koppeling aan de lonen wordt precies 'weggedisconteerd' door het hogere disconto. Hierbij moet bedacht worden dat de loonstijging ook lager uit kan vallen, waardoor het pensioen absoluut lager uitkomt dan een waardevast pensioen. Hoe de onzekerheid wordt afgewogen tegen de kans op een hoger rendement (door de koppeling aan de lonen) hangt af van de mate van risicoaversie. Bij een lage verwachte loonstijging is het niet vreemd dat de voorkeur uitgaat naar een zekerder waardevast pensioen. In dat geval overtreft de risicopremie de verwachte loonstijging. (Dat in het bovenstaande de loonstijging en de risicopremie beide 1½% bedragen is toeval en geenszins een economische noodzaak.) De ervaringen in de financiële markten duiden op een grote risicoaversie, ook bij de pensioenbeleggingen.

Geconditioneerde indexering

De cijfers voor de vereiste dekkingsgraad in tabel 4.2 geven een indicatie voor het geval dat indexatie onverkort plaatsvindt. Naar het zich laat aanzien zullen veel fondsen in de komende jaren de pensioenrechten maar gedeeltelijk indexeren aan de prijs- of loonontwikkeling. Soms is dat in de vorm van een staffel vastgelegd. De verplichtingen nemen dan naar rato af. Wanneer voorzien wordt dat bijvoorbeeld in de komende 10 jaar maar gemiddeld voor de helft wordt geïndexeerd, dalen de verplichtingen voor een loongeïndexeerd pensioen bij een nominale loonstijging van 3,5% met circa 18%. De dekkingsgraad gaat dan praktisch met hetzelfde percentage omhoog.

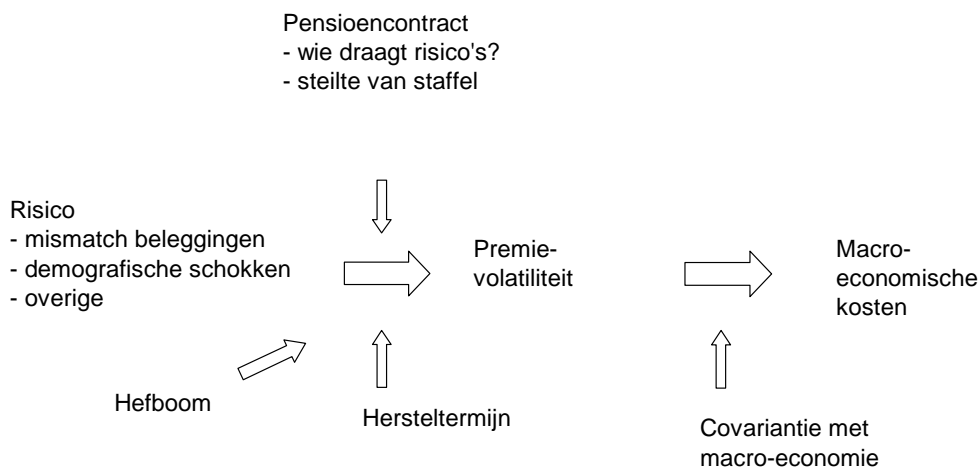
² Bij pensioenberekeningen wordt soms gerekend met groeigecorrigeerde discontovoeten: bij een loongroei van 1,5% zou deze in dit geval 2% (= 3,5% - 1,5%) bedragen.

5 Risico, solvabiliteit en pensioencontract

Terwijl de minimumtoets betrekking heeft op de structurele dekking van de pensioenverplichtingen, heeft de solvabiliteitstoets te maken met de mate waarin pensioenfondsen bestand zijn tegen schokken op korte termijn. De recente schokken in het pensioenstelsel maken duidelijk hoe belangrijk stabiliteit van de pensioenpremies is voor de Nederlandse economie als geheel. De grote pensioenvermogens vormen enerzijds een fantastische buffer om de toekomstige vergrijzing op te vangen. Anderzijds neemt de invloed van deze vermogens op de economie steeds meer toe. In het verleden konden schokken nog vrij eenvoudig worden opgevangen door aanpassing van de premies. Met het rijper worden van de pensioenen en de toename van het aantal gepensioneerden in verhouding tot de werkzame bevolking neemt het schokabsorberend vermogen van de economie af. Een goede indicator hiervoor biedt de verhouding tussen de pensioenverplichtingen en de loonsom. Deze verhouding zal tussen nu en 2030 praktisch verdubbelen (zie figuur 3.1). Dat betekent dat een schok die nu kan worden opgevangen met een premiestijging van 3%, in 2030 een premiestijging van 6% zal vergen. De hefboom van schokken in het vermogen van pensioenfondsen neemt toe. Stel dat een dergelijke vermogensschok zich eens in de 100 jaar voordoet. Door de grotere hefboom worden de gevolgen van eenzelfde vermogensschok in de toekomst dus tweemaal zo groot. Het kan ook anders worden uitgedrukt. Een premieschok van 3% die zich bij de huidige hefboom eens in de 100 jaar voordoet, zal zich bij een grotere hefboom vaker voordoen. Omdat bij een normale verdeling de kans op kleine afwijkingen (veel) groter is dan op grote afwijkingen, zal de kans op een 3% premieschok wel met een factor 15 stijgen. Dus een premieschok van 3% zal zich bij de gewijzigde verhoudingen niet meer eens in de 100 jaar voordoen maar 15 keer in de 100 jaar, dus praktisch iedere 6 à 7 jaar.

De omvang en frequentie van schokken in de pensioenpremies hangen niet alleen af van de verhouding tussen verplichtingen en loonsom. Ook van belang is bijvoorbeeld de mate waarin risico's worden opgevangen via aanpassing van de rechten (via aanpassing van de indexatie) en vanzelfsprekend van de mate waarin het fonds bloot staat aan risico. Dit is weergegeven in figuur 5.1.

Figuur 5.1 Macro-economische kosten van pensioenschokken



De macro-economische kosten van schokken in pensioenpremies worden bepaald door de volgende factoren:

1. De omvang van de risico's. Deze hangen in de eerste plaats samen met het mismatch risico tussen bezittingen en verplichtingen van pensioenfondsen, maar worden ook beïnvloed door demografische risico's en andere factoren, zoals bijvoorbeeld onvoorziene veranderingen in het draagvlak van deelnemers en sponsors. Het mismatch risico is voor een deel onvermijdbaar, maar is voor een groot deel ook een bewust door pensioenfondsen genomen risico, wanneer zij bijvoorbeeld meer aandelen in portefeuille nemen in het streven naar een hoog verwacht rendement.
2. Het pensioencontract is bepalend voor de mate waarin schokken doorwerken in premies. Hierbij speelt ook de intergenerationele verdeling van schokken een belangrijke rol. De pensioenen van ouderen kunnen relatief worden beschermd door schokken meer op te vangen via premies of specifieke korting op de indexatie van de actieven.
3. De verhouding tussen verplichtingen en de loonsom is bepalend voor de hefboom waarmee schokken doorwerken in de premie.
4. De welvaartsverliezen door schokken kunnen worden verzacht door ze 'uit te smeren' in de tijd. In hoeverre dit gebeurt, hangt af van de voorgeschreven hersteltermijn. Een lange termijn helpt om grote uitslagen in de premie te voorkomen. Hierdoor wordt een deel van de last bij nieuwe deelnemers gelegd.
5. Premievolatiliteit levert macro-economisch gezien welvaartsverlies op. Dit verlies wordt nog groter wanneer schokken samenvallen met algemene schokken in de economie. Covariantie tussen schokken op de aandelenbeurzen en de economische ontwikkeling leidt tot grotere welvaartskosten van aandelenbeleggingen door pensioenfondsen.

Hoe ieder van deze factoren zich in de toekomst zal ontwikkelen is moeilijk te voorspellen. Zeker is wel dat de hefboom in de toekomst praktisch zal verdubbelen. Samen met de reeds kwetsbare startsituatie kan de vraag worden gesteld of het pensioenstelsel in de huidige vorm wel houdbaar is. Er zijn in feite twee manieren om het stelsel robuuster te maken:

- Aanpassing van het risicocontract: de premievolatiliteit wordt beperkt wanneer meer risico's worden gedragen in de vorm van variabele pensioenaanspraken. Koppeling van de indexatie aan de financiële positie van het fonds is een stap in deze richting. Bij een lage (loon)inflatie biedt dit echter op korte termijn maar een geringe extra flexibiliteit, die nog kleiner is naarmate ook gedurende het herstel indexatie plaatsvindt.
- Reductie van risico's: dit kan slechts voorzover risico's vermijdbaar zijn. Dat is vooral het geval voorzover pensioenfondsen bewust grote aandelenportefeuilles kiezen om daarmee het verwachte rendement te verhogen. Hiermee wijken zij af van het beginsel van minimalisatie van het mismatch risico. In hoeverre pensioenfondsen hierdoor onnodig schokken voor de economie veroorzaken (zie bijv. Gold (2000), Exley et al. (1997)), dan wel een nuttige rol vervullen door het verschaffen van risicodragend kapitaal (Bovenberg et al. (2003)) is open voor discussie.

Tussen beide oplossingsrichtingen bestaat een duidelijke trade-off. In het extreme geval waarbij wordt overgegaan op een volledig (collectief) DC-stelsel worden de risico's volledig gelegd bij de pensioenaanspraken en kan de premie desgewenst volledig worden gestabiliseerd. Er is dan ook weinig reden meer voor prudentie bij beleggingsrisico's anders dan voorzover deze voorkomt uit de preferenties van de deelnemers. In het andere extreem van een DB-stelsel met volledig vaste aanspraken worden alle schokken in de premie opgevangen en biedt meer prudentie in het beleggingsbeleid de enige uitweg om het stelsel robuuster te maken.

6 Solvabiliteitstoets

De solvabiliteitstoets is eenvoudig te begrijpen als het gaat om bescherming van de ‘harde’ verplichtingen voor fondsen met een aanzienlijk discontinuïteitrisico of ‘sponsorrisico’. Hiermee is een publiek belang gediend vanwege de maatschappelijke schade die ontstaat wanneer een fonds gesloten moet worden zonder dat het aan zijn (minimale) verplichtingen kan voldoen. In de praktijk is dit discontinuïteitrisico niet de enige noch de belangrijkste reden voor toezicht. Voor de meeste fondsen is het verband tussen dekkingsgraad en de zekerheid van pensioenaanspraken diffuus. Omdat ook beroep kan worden gedaan op toekomstige premieplichtigen hoeft een dekkingsgraad lager dan 100% niet direct een bedreiging voor de lopende pensioenaanspraken te betekenen. In de praktijk kunnen tekorten meestal weer worden ingelopen door het heffen van inhaalpremies op actieve deelnemers in de toekomst.

Niettemin is ook uitgaande van de continuïteit van een fonds een toets op de risico's van belang. In de eerste plaats zijn de mogelijkheden om tekorten naar de toekomst door te schuiven niet onbeperkt; indien toekomstige deelnemers worden geconfronteerd met grote tekorten uit het verleden kan de bereidheid om aan de pensioenregeling deel te nemen vervallen. Stappen jonge deelnemers/bedrijven nog in een pensioenregeling wanneer het fonds met grote tekorten kampt? In de tweede plaats is toezicht van belang om te voorkomen dat fondsen meer dan gewenste risico's nemen. Praktisch gezien kan solvabiliteitstoezicht ook helpen om ‘optimism bias’ ten aanzien van risico's in te dammen. Dit kan zich voordoen wanneer fondsen te zeer vertrouwen op de goede uitkomsten van beleggingen en onvoldoende oog hebben voor de (maatschappelijke) kosten van risico. Uit macro-economisch oogpunt kan de solvabiliteitstoets bijdragen aan beperking van de volatiliteit in de pensioenpremies. Deze volatiliteit heeft niet alleen een verstrend effect op de arbeidsmarkt, maar werkt ook door bijvoorbeeld in onvoorziene fluctuaties in de overheidsfinanciën.

Het toezicht op pensioenfondsen stelt een kader waarbinnen sociale partners de vrijheid hebben om pensioencontracten af te spreken. De solvabiliteitstoets moet daarom generiek zijn en alle mogelijke pensioencontracten omvatten. Van het kader kan wel een sturend effect uitgaan door ‘goede’ contracten te belonen en een prijs te verbinden aan contracten die veel risico's afwentelen op anderen. In het licht van het krimpende draagvlak voor het opvangen van pensioenrisico's kan de solvabiliteitseis een belangrijk instrument zijn om het Nederlandse pensioenstelsel robuuster te maken.

Zekerheidsmaat

Centraal in het solvabiliteitstoezicht staat de ‘zekerheidsmaat’. Dit is een kansmaat die aangeeft met welke zekerheid de dekking van de verplichtingen op korte termijn (zeg 1 jaar) boven een bepaalde ondergrens blijft. Op korte termijn wil hier zeggen dat binnen deze periode het fonds

geen maatregelen kan nemen om de schade te beperken via extra premies of aanpassing van de verplichtingen.

De zekerheidsmaat heeft verschillende voordelen:

- Het is een flexibel instrument dat de afweging tussen risico en de prijs ervan bij het fonds legt;
- De zekerheidsmaat is eenvoudig te interpreteren en is bekend vanuit de financiële wereld.

De zekerheidsmaat is echter niet in alle opzichten hét perfecte instrument. De kans dat een fonds niet aan zijn verplichtingen tot uitbetaling van pensioenen kan voldoen hangt maar ten dele af van de kans op onderdekking; de betrouwbaarheid en continuïteit van de premiebasis is in de praktijk een minstens zo belangrijke factor. Ook de macro-economische effecten zijn niet direct af te leiden uit de kans op onderdekking. De maatschappelijke kosten van (overmatige) risico's hangen vooral af van de mate waarin schokken in de dekking worden vertaald in premieschokken; dit hangt ondermeer af van de premiebasis van het fonds en van het beleid ten aanzien van indexatie en dergelijke. Voor jonge fondsen met een relatief grote premiebasis zijn de kosten kleiner dan voor rijpe fondsen; voor fondsen met flexibele instrumenten (indexatie voor actieven en niet-actieven) zijn de kosten geringer dan voor fondsen die herstel volledig via premies moeten bewerkstelligen; voor fondsen met een vaste en trouwe premiebasis zijn de kosten geringer dan voor fondsen met een wankele premiebasis. Bij voorkeur zou de zekerheidsmaat daarom gewogen moeten worden met de (stabiliteit van de) premiebasis van pensioenfondsen en met het risico dat een fonds in discontinuïteit raakt.

Dubbel doel van de solvabiliteitstoets

Strikt genomen zouden wellicht twee aparte toetsen nodig zijn: één die zich vooral richt op de bescherming van pensioenrechten voor het geval een pensioenfonds zijn premiebasis verliest en daardoor in 'discontinuïteit' belandt, en een andere toets die een grens stelt aan de premievolatiliteit van pensioenfondsen die zich in de 'continuïteitsmodus' bevinden.

- discontinuïteit
In het eerste geval gaat het om de bescherming van de pensioenrechten van de (oude) deelnemers in het geval dat een fonds onverhoopt gesloten moet worden, bijvoorbeeld bij faillissement van de moederonderneming. In dit geval vereist bescherming van de pensioenrechten dat er op het moment van faillissement 100% dekking van de verplichtingen aanwezig is. Een belangrijk discussiepunt hierbij is of in dit geval alleen een minimum wordt beschermd (bijv. de nominale rechten) of dat ook de verwachtingen ten aanzien van indexatie volledig of ten dele moeten worden gehonoreerd. In het eerste geval betreffen de verplichtingen alleen de nominale rechten; in het tweede geval vallen ook (een deel van de) aanspraken op

indexatie onder de verplichtingen. Het pensioencontract zou hier duidelijkheid over dienen te verschaffen.

- **continuïteit**

In het tweede geval gaat het vooral om de bescherming van toekomstige deelnemers tegen te grote schokken in de premies. Uit oogpunt van intergenerationele risicodeling is hierbij een zekere fluctuatiemarge verantwoord, waarbij bij tijd en wijle de dekking onder 100% van de totale verplichtingen mag dalen. Ook hier dienen echter al te grote negatieve uitslagen te worden vermeden, omdat de bereidheid van nieuwe deelnemers om tekorten op te vangen beperkt is. Hoe groot het tekort mag zijn hangt af van de omvang van de extra premie die daarvoor moet worden opgebracht door deelnemers in de toekomst. Omdat de premiebasis van fonds tot fonds verschilt, kan deze marge ook per fonds sterk uiteenlopen. Ook uit macro-economisch oogpunt is beperking van de premievolatiliteit van belang, omdat daardoor de versturende effecten op de economie worden beperkt.

Het verschil in benadering heeft ook consequenties voor de afbakening van de verplichtingen. In de discontinuïteitbenadering gaat het om 100% bescherming van de aanspraken die men in geval van discontinuïteit ten minste wil beschermen; dit kan een deel (het minimum) van de totale verplichtingen betreffen. In de continuïteitsbenadering gaat het daarentegen om de dekking van de totale verplichtingen, maar is nu de eis van 100% dekkingsgraad als ondergrens niet langer een noodzakelijkheid.

In het onderstaande zullen wij ons tot één toets beperken, conform de plannen die nu op tafel liggen. Deze ene toets heeft daardoor onvermijdelijk een compromis gehalte, zoals wij in het onderstaande zullen zien.

Eisen aan het pensioencontract

Bij de uitwerking van de solvabiliteitsstoets is een eerste vereiste dat er helderheid bestaat over het pensioencontract. Hierbij gaat het om:

- De omschrijving van de harde toezeggingen (inclusief de eventuele conditionering op bepaalde variabelen)
- De omschrijving van de zachte verplichtingen (inclusief de eventuele conditionering op bepaalde variabelen); het gaat hierbij om de intentie of ambitie.

In het pensioencontract wordt zo niet alleen de verwachte gemiddelde waarde van het pensioen vastgelegd, maar ook de eventuele conditionering op variabelen met inbegrip van de toestand van het fonds. Op deze wijze kunnen ook indexeringsregels zoals staffels volledig worden gewaardeerd.

Het beginsel van de solvabiliteitstoets

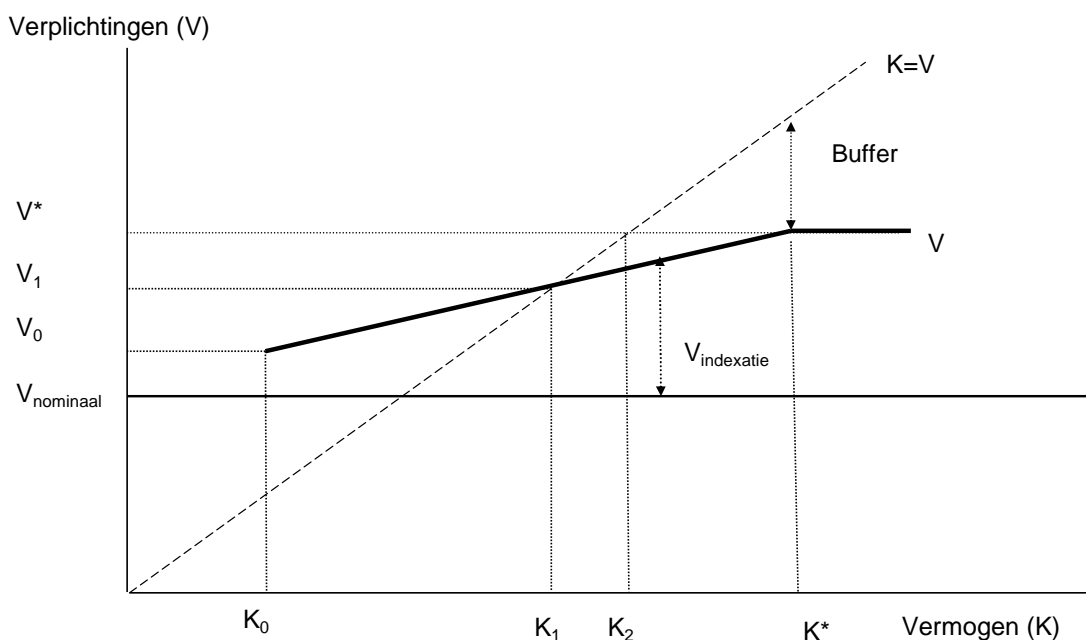
De solvabiliteitstoets wordt hier opgevat als een toets op de kans dat de dekking van de verplichtingen binnen een zekere periode onder een bepaalde grens daalt. Tot de verplichtingen kunnen zowel ‘harde’ als de ‘zachte’ verplichtingen worden gerekend. Daarbij gelden de volgende definities:

- Harde toezeggingen: dit zijn toezeggingen waar deelnemers zich – desnoods via de rechter – met zekerheid op kunnen beroepen; deze toezeggingen kunnen eventueel geconditioneerd zijn op ieder willekeurige verifieerbare variabele zoals lonen of de vermogenspositie van het fonds.
- Zachte toezeggingen: dit zijn toezeggingen (of ambities) die het fonds geacht kan worden na te streven, maar die afhankelijk zijn van toekomstige besluiten van het fondsbestuur. Dit worden ook wel ‘voorwaardelijke’ toezeggingen genoemd.

Toezeggingen van het tweede type kunnen ook afdwingbaar worden als er sprake is van een bestendige gedragslijn waar deelnemers een ‘gewoonterecht’ aan kunnen ontlenuen; dit is een juridische zaak.

De solvabiliteitstoets stelt een ondergrens aan de kans (gemeten op tijdstip t) dat het vermogen op een tijdstip $t+1$ voldoet aan een bepaald minimumvereiste. In symbolen gaat het om de kans dat $K(t+1) \geq V(t+1)$, waarbij K het financiële vermogen is en V de relevante verplichtingen zijn. Voorzover toezeggingen zijn geconditioneerd op bepaalde variabelen zoals inflatie of fondsvermogen is voor de berekening van de verplichtingen de toekomstige waarde (op tijdstip $t+1$) van belang. Dat geldt ook als V geconditioneerd is op de financiële positie van het fonds, bijvoorbeeld via een staffel. Het feit dat de verplichtingen in dat geval als het ware ‘meeademen’ met schokken in het vermogen werkt als een automatische stabilisator, waardoor de kans op onderschrijding van de norm afneemt. Om deze reden zal eenzelfde zekerheidsmaat voor een staffel automatisch tot lagere vereiste buffers leiden dan voor een stelsel met volledig vaste rechten. Dit kan worden toegelicht aan de hand van figuur 6.1. Vanwege de koppeling van de indexering aan de positie van het fonds, nemen de verplichtingen V (inclusief de contante waarde van de werkelijke verwachte indexatie) af naarmate het aanwezige vermogen (K) lager is. De kans dat het vermogen door bijvoorbeeld tegenvallers op de beurs onder de verplichtingen daalt is daardoor kleiner.

Figuur 6.1 Geconditioneerde toezeggingen en solvabiliteit



Doordat de relevante verplichtingen dalen wanneer K onder de evenwichtswaarde van K^* daalt, ontstaat er pas een tekort bij een vermogen van K_1 , terwijl bij vaste indexatie een tekort al bij een vermogen gelijk aan K_2 zou ontstaan. Om deze reden kan bij een geconditioneerde indexatie met een lagere buffer worden volstaan. De buffer is hier weergegeven als het verschil tussen het vermogen K^* en V^* in de evenwichtssituatie. De omvang van de noodzakelijke buffer hangt af van de afstand tussen K^* en de kritische K waarbij een tekort ontstaat (hier K_1). Deze uitwerking van de zekerheidsmaat laat zien dat de omvang van de benodigde buffer beïnvloed wordt door de mate waarin toezeggingen gekoppeld zijn aan de financiële positie van het fonds. Hoe ‘steiler’ de staffel (zie ook figuur 7.1) des te kleiner zal de vereiste buffer zijn om aan een bepaalde zekerheidsmaat te voldoen.

Lager gewicht voor indexatieverplichtingen?

Deze uitwerking laat zien dat stelsels waarbij schokken voor een deel worden opgevangen door aanpassing van de pensioenrechten bij een zelfde zekerheidsmaat tot lichtere eisen ten aanzien van buffers leiden. Bepaling van de buffer vereist een ALM analyse waarbij de waardering van de verplichtingen op adequate wijze wordt meegenomen. Op dit moment zijn er nog geen toepassingen van een dergelijke analyse voorhanden. Voor een expliciete staffel is de analyse echter eenvoudig uitvoerbaar. Lastiger is het voor pensioencontracten waarbij de afhankelijkheid van toekomstige indexaties van de positie van het fonds niet expliciet is vastgelegd. De waardering van deze voorwaardelijkheid kan daarom slechts impliciet plaatsvinden, bijvoorbeeld door in de solvabiliteitstoets een kleiner gewicht toe te kennen aan het indexatiedeel van de verplichtingen. Wanneer in de bovenstaande figuur de ondergrens voor de verplichtingen van V^* worden verlaagd tot V_1 komt de solvabiliteitseis uit op dezelfde

buffereis als in het geval van expliciete risicowaardering van de staffel. Het percentage waar de verplichtingen mee worden gekort moet daarom een afspiegeling zijn van de flexibiliteit waarmee fondsen de pensioenaanspraken aanpassen aan schokken. Ook zou daarbij rekening gehouden kunnen worden met het draagvlak om premiefluctuaties op te vangen, dat wil zeggen met de omvang en stabiliteit van de premiebasis.

Lagere verplichtingen bij discontinuïteit

Een bijzondere situatie doet zich voor wanneer in het pensioencontract duidelijk is dat in geval van discontinuïteit alle rechten op indexatie vervallen. In dat geval vervalt zodra een fonds in discontinuïteit belandt, automatisch de noodzaak om dekking aan te houden voor indexatie. In boekhoudkundige termen valt de reservering voor de indexatie dan vrij. Dat betekent dat de solvabiliteitstoets vanuit de discontinuïteitgedachte betrekking dient te hebben op uitsluitend de harde verplichtingen die ook in de situatie van discontinuïteit van kracht blijven. In plaats van dat er wordt getoetst op $K(s) \geq V(s)$ voor alle mogelijke toestanden s , wordt er nu specifiek getoetst op de dekking in de toestand van discontinuïteit: $K(\text{in discontinuïteit}) \geq V(\text{in discontinuïteit})$.

Uitwerkingen van de solvabiliteitstoets

Deze vormgeving van de solvabiliteitstoets is toepasbaar op alle mogelijke pensioencontracten. Voor de uitwerking van de solvabiliteitstoets zijn drie factoren van belang:

- De afbakening van de relevante verplichtingen;
- De zekerheidsmaat;
- De termijn waarbinnen een tekort moet worden goedgemaakt.

In het volgende hoofdstuk zullen verschillende combinaties van deze drie factoren worden geanalyseerd. Bij de afbakening van de verplichtingen speelt ook het doel van de solvabiliteitstoets een belangrijke rol: gaat het om de bescherming van bestaande rechten in het geval van discontinuïteit, of gaat het om beperking van de premieschokken voor deelnemers in de (nabije) toekomst?

In het eerste geval kan voor een enge afbakening worden gekozen die specifiek gericht is op de rechten die tenminste moeten worden beschermd in het geval dat een fonds gesloten moet worden. Idealiter zou de zekerheidsmaat in dit geval ook gewogen moeten worden met de kans op discontinuïteit (het 'sponsorrisico'). Deze kan voor kleine ondernemingspensioenfondsen veel groter zijn dan voor grote gediversifieerde fondsen.

Gaat het daarentegen vooral om beperking van premieschokken voor toekomstige deelnemers, dan ligt een brede afbakening van de verplichtingen voor de hand. Wel kan hier met een lagere ondergrens voor de dekking worden volstaan (lager dan 100%) om recht te doen aan de intergenerationele risicodeling. Dit voorkomt ook dat de solvabiliteitseis onnodig 'duur' is voor

de eerste generaties. Voorzover immers de solvabiliteitstoets tot een hogere vermogensis komt dan de minimumtoets voor kapitaaldekking, wordt een extra last opgelegd aan de eerste generaties die de buffer moeten opbouwen, ten gunste van latere generaties die van de extra vermogens profiteren.

In het kort worden twee alternatieven verkend: een enge solvabiliteitstoets die betrekking heeft op 100% dekking van de nominale verplichtingen en vervolgens een brede toets waarbij een $(100 - x) \%$ dekking van de totale verplichtingen als ondergrens wordt gehanteerd. Het eerste alternatief komt overeen met de gekozen benadering in de ontwerp kabinetsnotitie.

Enge solvabiliteitseis op harde verplichtingen

Volgens het kabinetsvoorstel wordt de solvabiliteitseis beperkt tot de harde verplichtingen, in praktijk meestal de nominale verplichtingen. Dit kan behalve uit pragmatische overwegingen ook worden gemotiveerd vanuit de gedachte deze verplichtingen 'harder' zijn dan de overige verplichtingen. Het is voor een fonds meestal moeilijker om te korten op de reeds toegekende nominale rechten dan op de nog toe te kennen toekomstige indexatie. Maar er kan ook een diepere reden worden aangevoerd voor een dergelijk regime, mits althans vaststaat dat alle verplichtingen tot indexatie vervallen wanneer het fonds in discontinuïteit belandt. In dat geval is deze smalle toets immers strikt genomen voldoende voor de bescherming van de pensioenrechten in geval van discontinuïteit.

In deze variant staat niet meer vast dat de solvabiliteitstoets strenger is dan de minimumtoets voor kapitaaldekking. Indien de solvabiliteitstoets tot een lager vereist vermogen leidt dan nodig is voor kapitaaldekking, gaat van deze toets in normale omstandigheden geen prikkel uit om de premievolatiliteit te beperken. Omdat het geval van discontinuïteit slechts een uitzonderingssituatie betreft, is dit een aanzienlijke inperking van de reikwijdte van de solvabiliteitstoets.

Ruime solvabiliteitstoets op de totale verplichtingen

Om recht te doen aan intergenerationele risicodeling is het toegestaan dat tijdelijk na een schok wordt afgeweken van de eis van volledige dekking van de totale verplichtingen. Door bij de solvabiliteitstoets uit te gaan van een ondergrens lager dan 100% kan ook worden voorkomen dat de eerste generaties aanzienlijke buffers moeten opbouwen ten gunste van latere generaties. In technische termen heeft de toets dan betrekking op de voorwaarde $K > b V$ waarbij $b < 1$ een constante parameter is en V de totale verplichtingen. De parameter b stelt een grens aan de mate van onderdekking die na een schok mag ontstaan en dus aan de last die wordt doorgeschoven naar toekomstige deelnemers. Voor de bepaling van de fractie b moet gekeken worden naar de omvang van het tekort dat redelijkerwijs gedragen kan worden door deelnemers in de toekomst. De berekeningen in het volgende hoofdstuk kunnen daar een indicatie voor bieden.

Minimumtoets en solvabiliteitsbuffer

Bij beide uitwerkingen is niet zeker dat de solvabiliteitstoets tot een hogere vermogens eis leidt dan de minimumtoets voor kapitaaldekking. Welk van de twee toetsen bindend is hangt ook af van de mate van risico in de beleggingsportefeuille van het betreffende pensioenfonds. Voor fondsen met een hoog risicoprofiel zal de solvabiliteitstoets eerder bindend zijn dan voor fondsen die kiezen voor een laag risicoprofiel. In die zin stelt de verhouding tussen de minimumtoets en de solvabiliteitstoets een grens aan het risico dat kan worden genomen zonder dat het tot additionele vermogens eisen leidt.

Een DC-stelsel met minimum garantie

De relatie tussen solvabiliteitsbuffer en indexatievoorziening kan ook worden verhelderd aan de hand van het voorbeeld van een DC-stelsel met een minimumgarantie, zoals in het buitenland wel gebruikelijk is. Naast de harde nominale toezegging V_0 (100) met de bijbehorende buffer B (zeg 30%) is er geen afgeschermd indexatiereserve. Niettemin is de buffer wel bestemd voor de huidige generaties, maar zonder toezegging over een bepaalde hoogte. Dit kan als volgt: uit oogpunt van fair value (minimumtoets) is een premie (K) van 130 gelijkwaardig aan de beleggingsopbrengst van een potje ter grootte van $(100 - n)$ plus de garantie, dat minimaal 100 wordt uitgekeerd, waarbij n de verzekeringspremie (optiewaarde) van de nominale garantie is. Deze n blijft in het fonds zitten wanneer pensioenen worden uitgekeerd. Ze wordt zo overgedragen ('betaald') aan toekomstige deelnemers als vergoeding voor de minimum garantie waarvoor zij impliciet garant staan. Voor indexering van de pensioenuitkering resteert zo gemiddeld een bedrag van $30 - n$. Dit contract voldoet geheel aan de eisen: de indexatie is volledig residueel, en de enige kans dat er een tekort ontstaat, is wanneer het vermogen daalt onder de nominale verplichtingen van 100. (Als je een plaatje tekent ligt de indexatielijn geheel onder de $K=V$ conditie vanwege de optiewaarde n). Er ontstaat pas een tekort wanneer K onder de grens van 100 daalt.

Dit kan als volgt op de balans worden verwerkt:

Activa		Passiva	
K	130	Vnominaal	100
		indexatiereserve	$30 - n$
		beklemde reserve	n

Van belang is dat schokken volledig worden opgevangen in de indexatiereserve en dat de beklemde reserve gereserveerd blijft voor toekomstige generaties.

Wat betekenen deze resultaten voor de reserveringen op de balans van pensioenfondsen? Omdat niet duidelijk is of de solvabiliteitstoets dan wel de minimumtoets bindend is voor het fonds, is het moeilijk om op de balans twee aparte posten voor de dekking van de indexaties en de solvabiliteitsbuffer op te nemen. In economische termen is er niets op tegen om de solvabiliteitsbuffer ook te gebruiken als dekking van de verplichtingen uit hoofde van de minimumtoets, en omgekeerd. (Zie ook de box over een DC-stelsel met een minimumgarantie).

Mag er dan worden geïndexeerd gedurende het herstelproces van het fonds? Voor het antwoord op die vraag moet onderscheid worden gemaakt tussen de twee doelstellingen van de solvabiliteitstoets. Voor de bescherming van de rechten bij discontinuïteit is de kwestie van ‘tussentijdse’ indexatie gedurende het hersteltraject irrelevant. De zekerheid hangt louter af van de feitelijke dekking van de verplichtingen in de discontinuïteitsmodus. Zolang pensioenfondsen zich gedurende het herstel aan het voorgeschreven pad voor de dekkingsgraad houden, is het om het even hoe zij dit doen. De keuze tussen indexatie en premieverhoging is dan aan de fondsen.

Vanuit de andere doelstelling, namelijk beperken van premievolatiliteit, is de kwestie van tussentijdse indexatie wel relevant. Immers, de druk op de premies neemt toe wanneer langer wordt doorgegaan met indexatie. In de brede solvabiliteitstoets wordt dit voor een deel opgevangen doordat ‘steile’ staffels beloofd worden met een lagere buffereis bij een gegeven zekerheidsmaat. Voor een staffel die tussentijdse indexering belooft zal de solvabiliteitstoets daarom zwaarder uitvallen dan voor een staffel die dat niet doet. In dat geval is er wellicht weinig grond voor additioneel ingrijpen in de contractvrijheid van fondsen. In het alternatief van de smalle solvabiliteitstoets ontbreekt een dergelijke prikkel. In dat geval kan het redelijk zijn om additionele eisen te stellen.

Het kabinetsvoorstel

In het kabinetsvoorstel (zie de box ‘Ontwerp-hoofdlijnen voor de regeling van het financiële toezicht op pensioenfondsen in de Pensioenwet’) wordt gekozen voor de enge solvabiliteitstoets met een zekerheidsmaat van 97,5% en een inhaaltermijn van 15 jaar. Opvallend is dat in het voorstel geen aandacht wordt besteed aan de eis van kapitaaldekking (minimumtoets). Niet duidelijk is daarom naar welke vermogensdekking pensioenfondsen uiteindelijk zullen streven en binnen welke tijdschhorizon de kapitaaldekking hersteld moet zijn. Volgens de huidige inzichten (zie ook het volgende hoofdstuk) stelt de voorgestelde enge solvabiliteitstoets een aanzienlijk lagere vermogens eis dan nodig is voor kapitaaldekking. De solvabiliteitstoets vereist voor het gemiddelde pensioenfonds een dekking van ca. 128% van de nominale verplichtingen, terwijl voor kapitaaldekking een vermogen van ca. 150% van de nominale verplichtingen nodig is.

Voor de effecten van de solvabiliteitstoets is van groot belang welke eis in de toekomst richtinggevend wordt voor de vermogensdekking van de Nederlandse pensioenfondsen. Als pensioenfondsen koersen op de – lage – vermogens eis van de solvabiliteitstoets wordt de facto het beginsel van volledige kapitaaldekking losgelaten, met risico’s voor de houdbaarheid van het stelsel. In het volgende hoofdstuk zal worden berekend dat cohorten in de toekomst met een aanzienlijk negatief netto profijt zullen worden geconfronteerd. Wanneer pensioenfondsen gemiddeld vasthouden aan een dekking van 128% levert deelname aan de pensioenregeling voor toekomstige cohorten per persoon voor het cohort een verlies op van bijna 4000 euro (gemeten in huidige euro’s, voor het cohort, dat in 2020 geboren wordt), wat gelijkwaardig is

aan eenmalig circa 20% van het gemiddelde jaarsalaris van dat cohort. Het is de vraag of een dergelijk tekort niet de houdbaarheid van het pensioenstelsel zal ondermijnen.

Blijven pensioenfondsen toch streven naar kapitaaldekking, dan wordt de solvabiliteitstoets voor het gemiddelde fonds niet meer bindend. Dat betekent dat fondsen hun risicoprofiel flink kunnen verhogen zonder dat het tot een straf leidt in de vorm van een hogere vermogenseis. De solvabiliteitstoets levert dan geen bescherming meer op tegen afwenteling van risico's op toekomstige generaties en vormt ook geen rem op de ongewenste macro-economische effecten van premievolatiliteit.

Ontwerp-hoofdlijnen voor de regeling van het financiële toezicht op pensioenfondsen in de Pensioenwet.

Eind december heeft de ministerraad een notitie uitgebracht over de vormgeving van het nieuwe financiële toezicht op de pensioenen. De minimumdekking is beperkt tot harde verplichtingen. Tot de harde, onvoorwaardelijke verplichtingen geldt in ieder geval het nominale deel van de pensioentoezeggingen. In hoeverre voorwaardelijke indexaties onder de harde verplichtingen vallen, is uiteindelijk ter beoordeling van de toezichthouder. Volgens de ontwerp hoofdlijnen zal de mate van voorwaardelijkheid moeten blijken uit:

- *Wat is er opgenomen in de arbeidsovereenkomst, de pensioenregeling, de financieringsovereenkomst c.q. het equivalent daarvan;*
- *Wat is er met de deelnemers/pensioengerechtigden gecommuniceerd; ook in relatie tot de bestendige gedragslijn.*

Hieruit zal moeten worden opgemaakt in hoeverre deelnemers bepaalde verwachtingen mogen hebben die zullen worden nagekomen. Indien dit het geval is, valt dit onder de harde verplichtingen.

De solvabiliteitstoets heeft betrekking op dezelfde harde verplichtingen als de minimumdekking. De ondergrens aan kans dat het vermogen na één jaar voldoet aan de minimumtoets is gesteld op 97,5%. Indien de financiële positie zodanig is dat deze kans kleiner is dan 97,5% dan heeft een fonds 15 jaar de tijd om de situatie te herstellen.

Een ander probleem in het kabinetsvoorstel is dat een pensioenfonds dat kiest voor een heldere indexatieregeling door deze, middels een staffel, expliciet te koppelen aan de financiële positie niet wordt beloond ten opzichte van het fonds dat de indexatie mede laat afhangen van discrete bestuursbesluiten. Integendeel, het mede laten afhangen van een discreet bestuursbesluit kan worden gezien als een grotere mate van voorwaardelijkheid en daarmee leiden tot een lager deel harde verplichtingen. Pensioenfondsen worden hiermee gestimuleerd zoveel mogelijk toezeggingen zacht te houden omdat er dan geen solvabiliteitsbuffers voor deze toezeggingen hoeft te worden aangehouden. Ook het treffen van voorzieningen voor voorwaardelijke toezeggingen wordt ontmoedigd omdat dit als een bestendige gedragslijn zou kunnen worden gezien en dus als een harde toezegging.

7 Macro-economische effecten van het toetsingskader

Door de aantasting van de reserves in de jaren '90 en de daling van de aandelenkoersen na de millenniumwisseling is de dekking van de pensioenen aangetast. De zwakke startpositie waarin pensioenfondsen nu verkeren, vormt een belangrijk gegeven bij het denken over het nieuwe toetsingskader.

Toch kan de huidige situatie als een goede testcase worden beschouwd voor het ontwerp van het toetsingskader. Inzicht in de wijze waarop met de huidige schok wordt omgegaan levert nuttige informatie op over de kosten en baten van eisen die samenhangen met het nieuwe toetsingskader. Daarom wordt in deze paragraaf aandacht besteed aan het herstelproces (de oorzaken worden genoegzaam bekend verondersteld), voordat wij ingaan op de specifieke uitwerking van het toetsingskader.

Effecten van de pensioenschok

Door de daling van de aandelenkoersen hebben de pensioenfondsen gezamenlijk een vermogensverlies geleden van ongeveer een kwart van hun vermogen. Omdat het totale pensioenvermogen ruimschoots het dubbele van de loonsom bedraagt, gaat het om een gemiddeld verlies van meer dan een half bruto jaarsalaris. Per huishouden gaat het om een verlies in de orde van grootte van 20.000 euro, de waarde van een aardige middenklasse auto. Dit verlies is structureel. Uit het karakter van aandelenmarkten volgt dat wij na een negatieve schok niet mogen rekenen op extra herstel. De kans op een volgende negatieve of positieve schok blijft even groot als daarvoor. Het verlies door de negatieve schok moet daarom hoe dan ook verwerkt worden. Dat kan op drie manieren:

- Verhoging van de premie;
- Korting op pensioenrechten, bijvoorbeeld door het achterwege laten van indexatie;
- Doorschuiven van het tekort naar de toekomst.

De keuze tussen deze mogelijkheden is bepalend voor de verdeling van het verlies over generaties, voor de snelheid van herstel van de dekking en voor de macro-economische consequenties. Dit kan worden geïllustreerd door een aantal scenario's door te rekenen voor de gezamenlijke pensioenfondsen gebruikmakend van het CPB-pensioenmodel Actuaris.

Voorafgaand is het nuttig om enkele kanttekeningen te maken bij de beoordeling van de alternatieve opties. Uit macro-economisch oogpunt is het optimaal om schokken zoveel mogelijk uit te smeren over de toekomst. Hierdoor worden niet alleen schokken in de consumptie voorkomen, maar wordt tevens het verstorende effect op de arbeidsmarkt geminimaliseerd. (Zie ook de tekstbox 'Uitsmeren van consumptie').

Uitsmeren van consumptie: een 'model' strategie

Wat is de optimale respons op een vermogensschok? Volgens de economische theorie van consumentengedrag zullen huishoudens een schok zoveel mogelijk uitsmeren over de toekomst. Een individu van bijvoorbeeld 45 jaar met een tijdshorizon van 30 jaar zal zijn consumptie over die hele periode met een fractie verlagen om zo de schok op te vangen. Op korte termijn betekent dat een kleine daling van de consumptie en een vergroting van de besparingen. De extra besparingen zijn nodig om het verlies aan inkomen uit vermogen in de toekomst op te vangen. Volgens dit model zal echter nooit zoveel worden gespaard dat het vermogen geheel wordt hersteld. Meer exact zal de consumptie met de annuïteit van het vermogensverlies worden verminderd. Bij een reële rente van 2% en een geplande consumptiegroei van 1% zal dit individu zijn consumptie over de hele periode met praktisch $1/30$ van het geleden vermogensverlies beperken. Bij een vermogensdaling van een half jaarsalaris betekent dit een reductie in de consumptie van ongeveer $1\frac{1}{2}\%$ van het jaarlijkse loon, namelijk de 50% gedeeld door 30. In de eerste jaren na de schok betekent dit dat deze persoon $1\frac{1}{2}\%$ meer spaart en in vermogensvorming stopt.

De analogie met een pensioenfonds is als volgt: voor iemand met een tijdshorizon van 30 jaar komt een verhoging van de pensioenpremie met $1\frac{1}{2}\%$ overeen met zijn 'ideale' reactie. De premieverhoging komt dan precies overeen met de geplande reductie in de consumptie. Een premiestijging van $1\frac{1}{2}\%$ -punt is aanmerkelijk kleiner dan de premiestijging die nu in het basispad voor Nederland wordt voorzien, die in de orde van grootte van $3\frac{1}{2}\%$ -punt over een periode van 8 jaar ligt.

Tegenover de betrekkelijk geringe 'uitgesmeerde' premiestijging op korte termijn staat echter dat de consumptie over een lange periode wordt verlaagd, dus ook na pensionering. Ook het pensioen wordt in dit model over de gehele duur met $1\frac{1}{2}\%$ van de loonsom verlaagd. Dit kan worden bereikt door eenmalig de indexeringscoëfficiënt voor ongeveer $1\frac{1}{2}\%$ achterwege te laten.

Uit deze "modelstrategie" kunnen twee conclusies worden getrokken voor de werking van een pensioenfonds:

- 1) De schok wordt in deze modelstrategie verdeeld over premieverhoging en verlaging van het pensioen. Er vindt geen terugkeer plaats naar het oude niveau van het pensioen.
- 2) Een deel van de last wordt doorgeschoven naar de toekomst door de premieverhoging uit te smeren over het gehele werkzame leven.

Voor het individu is dit een optimale strategie. Voor een pensioenfonds is deze strategie niet haalbaar, omdat een belangrijk deel van de schok wordt opgevangen door hogere besparingen (premies) in de toekomst. Op korte termijn ontstaat er dus een dekkingstekort dat geleidelijk zal worden goedgeemaakt door hogere besparingen/premies in de toekomst. Dit tekort is aanvankelijk gelijk aan het totale vermogensverlies en loopt maar heel geleidelijk terug tot het moment dat deze persoon met pensioen gaat.

Pensioenfondsen kunnen echter volgens de standaard boekhoudregels geen rekening houden met toekomstige premieopbrengsten. Dat is begrijpelijk, omdat deelname aan het fonds niet afgedwongen kan worden. Het levert echter wel een probleem op bij het 'uitsmeren' van schokken. Om de kapitaaldekking te herstellen bij gegeven rechten zijn fondsen gedwongen de tekorten sneller in te halen. Dit vereist extra hoge premies op korte termijn. Weliswaar kunnen de premies in latere jaren weer verlaagd worden, maar deze afwijking van het ideale pad levert welvaartsverlies op.

Overigens zou dit probleem kunnen worden voorkomen door aanvankelijk de rechten voor actieve werknemers extra te korten (te beginnen met een percentage naar rato van het totale vermogensverlies) en deze geleidelijk via inhaalindexatie weer op te bouwen uit de hogere premies in de toekomst. Deze strategie heeft ook als voordeel dat de arbeidsmarktverstoring wordt verminderd: tegenover de hogere premies staat nu ook steeds een hogere opbouw van rechten. In een zekere wereld is het eindresultaat hetzelfde. In een onzekere wereld kan deze strategie gevolgen hebben voor de zekerheid van pensioenen gedurende het aanpassingsproces.

De effecten op de arbeidsmarkt kunnen ook worden verzacht door schokken meer op te vangen door aanpassing van de indexatie op bestaande rechten, in plaats van door premieverhoging.

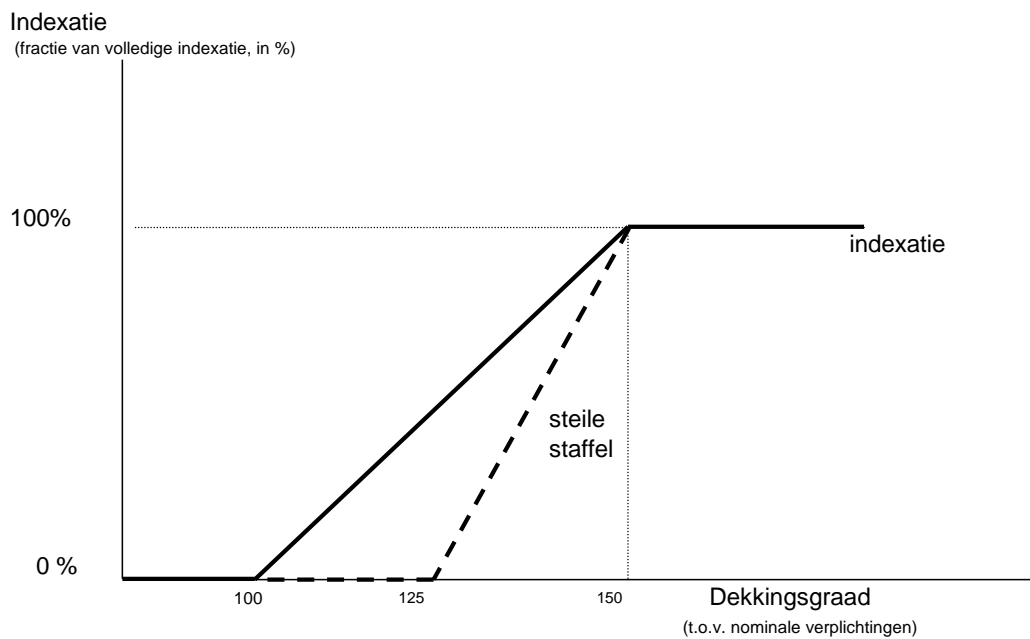
Omdat toekomstige premieopbrengsten volgens de standaard boekhoudregels niet op de balans van een pensioenfonds worden opgenomen, staat het streven naar uitsmeren op gespannen voet met het beginsel van kapitaaldekking. Wanneer schokken perfect zouden worden verdeeld over alle toekomstige generaties, gaat de band tussen vermogensdekking en verplichtingen uiteindelijk geheel verloren. Daarom wordt in het toezicht verlangd dat de vermogensdekking na een schok binnen een redelijke termijn wordt hersteld. Adequate dekking is ook vereist voor de continuïteit van het stelsel; bij onvoldoende dekking wordt deelname voor toekomstige generaties onaantrekkelijk, omdat zij met de doorgeschoven last van de voorgaande generaties opgezadeld worden.

Het herstelproces van pensioenfondsen: enkele kwantitatieve scenario's

De volgende scenario's voor de gezamenlijke pensioenfondsen in Nederland geven een indruk van de verschillende mogelijke hersteltrajecten. In ieder van de scenario's wordt op lange termijn gestreefd naar volledig herstel van indexatie aan de loonontwikkeling. De verschillen zitten in de veronderstelling omtrent de lengte van de herstelperiode (10 jaar en 15 jaar) en de wijze van indexatie tijdens de herstelperiode, namelijk zonder of met tussentijdse indexatie. Meer precies worden de volgende gevallen onderscheiden:

- Geen tussentijdse indexatie: gedurende het herstelproces vindt geen indexatie plaats; pas wanneer de dekkingsgraad van 100% van de totale verplichtingen (ofwel 150% van de nominale verplichtingen) is bereikt, wordt weer tot volledige indexatie overgegaan.
- Gedeeltelijke tussentijdse indexatie: indexatie vindt plaats volgens een staffel: de indexatie wordt lineair gekoppeld aan de dekkingsgraad van de nominale verplichtingen. De staffel start met nul indexatie bij 100% dekking van de nominale verplichtingen en wordt volledig bij de streefdekkingsgraad (hier 150%) waarbij de geïndexeerde verplichtingen volledig gedekt zijn. Dit wordt geïllustreerd in figuur 7.1. De figuur laat ook een 'steilere' staffel zien, die niet start met indexeren bij 100 maar pas bij 125 procent van de dekking.

Figuur 7.1 Indexatie volgens de staffel



De vormgeving van deze staffel (startend bij 100) komt in grote lijnen overeen met die van het ABP met dien verstande dat de ABP-staffel de top met 100% indexatie reeds bereikt bij een dekking van 140% van de nominale verplichtingen. Deze lagere bovengrens heeft te maken met het gegeven dat het ABP de benodigde dekking van de toekomstige indexaties baseert op een reële (contract)loonstijging van 0%. Dit is een weinig prudent uitgangspunt, zeker als men bedenkt dat het om de indexatieverwachtingen gaat op lange termijn. Voor deze verder weg gelegen toekomst wordt daarom in de onderstaande berekeningen aangesloten bij meer realistische verwachtingen.

Alle effecten worden weergegeven in afwijking van het basispad. Als referentiekader fungeert tot en met 2010 de actuele middellange termijnverkenning waarin de totale pensioenpremie bedrijven vanaf 2004 circa 14% bedraagt, uitgaande van een dekkinggraad voor bedrijven van gemiddeld ruim 110% per ultimo 2002 (berekend volgens de ‘oude’ waarderingmethode met een rekenrente van 4%), een streefdekkinggraad van 120% en een hersteltermijn van 8 jaar³. De totale pensioenpremie bij de overheid bedraagt in de periode 2004-2010 in het referentiekader 18½%. Macro bedraagt de pensioenpremie in genoemde periode 14¾%. Na 2010 is een referentiekader met het CPB-pensioenmodel Actuaris gemaakt.

³ Merk op dat pensioenfondsen in het referentiekader slechts voldoen aan de huidige zogenoemde lage buffereis en niet aan de hoge buffereis. Merk ook op dat een streefdekkinggraad van 120% (o.b.v. een rekenrente van 4%) correspondeert met een streefdekkinggraad van 128% (o.b.v. een nominale rentetermijnstructuur). Bij een actuele rente van 4,5% komt de waarde van de nominale verplichtingen ongeveer 8 procentpunten lager uit dan bij een rekenrente van 4%.

De berekeningen zijn gebaseerd op de volgende uitgangspunten:

- De verplichtingen zijn contant gemaakt met een uniforme reële discontovoet van 3,5%. Dit is de som van een risicovrije reële rente van 2% en een risicopremie van 1,5%.⁴
- Het streefniveau voor de dekking is 100% van de totale verplichtingen. Dit komt bij de bovenstaande veronderstellingen overeen met een dekkingsgraad van circa 150% ten opzichte van de nominale verplichtingen. Deze streefwaarde is van belang voor de invulling van de staffel. Er is geen additionele buffereis opgenomen uit hoofde van de solvabiliteitstoets.
- De actuariële ('kostendekkende') premie wordt berekend op basis van de opbouw van nominale rechten verdisconteerd met de rekenrente van 4%.⁵ De feitelijke premie is gelijk aan de som van deze actuariële premie en de inhaalpremie, die gerelateerd is aan het dekkingstekort. De portefeuille bestaat voor 50% uit vastrentende en 50% aandelen. De risicopremie op aandelen bedraagt 3%.
- De inhaalpremie wordt afgeleid uit 1/hersteltermijn van het aanwezige tekort, zijnde het verschil tussen het vermogen en de verplichtingen inclusief de gewenste buffer. Een overschot boven de streefdekkingsgraad wordt onmiddellijk teruggegeven via lagere premies. Omdat bovenstaande inhaalregel niet garandeert dat de dekkingsgraad aan het eind van de ingroeiperiode op het gewenste niveau ligt, wordt de streefdekkingsgraad wat hoger ingezet om dit nagenoeg wel te bereiken.
- Alle pensioenfondsen zijn uiterlijk per 1-1-2005 overgegaan op een geïndexeerd middelloonstelsel. Het nieuwe FTK wordt ingevoerd op 1 januari 2006. Vóór die datum geldt het huidige regime.

Tabel 7.1 Uitgangspunten CPB

	CPB
Beleggingsmix zakelijk/vastrentend	50/50
Nominale lange rente	4½
Nominaal portefeuillerendement	6
Inflatie	2
Reële loonstijging	1½

⁴ De risicovrije reële rente van 2% volgt uit de nominale rente (4,5%) minus de verwachte inflatie (2%) en risicopremie voor het inflatierisico van ½ %. Soms wordt de disconto opgevat als het groeigecorrigeerde disconto: dat is het disconto minus de verwachte reële groei van de pensioentoezeggingen. Bij een reële loonstijging van 1,5% komt dit voor de huidige exercitie neer op 2%.

⁵ Dit biedt bij de huidige rente – bij toeval - een redelijke eerste benadering, omdat deze rente na correctie voor de verwachte inflatie (2%) overeenkomt met het groeigecorrigeerde reële disconto van 2% (zie ook de voorgaande voetnoot).

Herstelproces

Om een indruk te krijgen van het herstelproces en de macro-economische gevolgen ervan zijn voor een zestal varianten de premiepaden berekend met het CPB-pensioenmodel Actuaris. Er wordt onderscheid gemaakt tussen twee ambitieniveaus voor de dekkingsgraad, één passend bij herstel van de kapitaaldekking (150 % van de nominale verplichtingen) en de andere waarbij alleen een vermogensdekking wordt opgebouwd ter grootte van 128% van de nominale verplichtingen. Dit laatste niveau past bij een enge solvabiliteitstoets met een zekerheidsmaat van 97,5%, onder de veronderstelling dat pensioenfondsen vasthouden aan hun beleggingsmix van 50-50. In werkelijkheid kunnen fondsen sneller evenwicht bereiken door voor een meer risicomijdende portefeuille te kiezen. De dekking van 150 % volgt uit de eis van kapitaaldekking. Hij kan ook consistent zijn met een ruime solvabiliteitstoets bij een bepaalde ondergrens (< 100% van de totale verplichtingen) en zekerheidsmaat en de daarbij door fondsen gekozen beleggingsmix. Tabel 7.2 geeft de totale macro pensioenpremie (in % bruto loon) in de onderscheiden scenario's in afwijking van de pensioenpremie in het referentiepad.

Tabel 7.2 Premiepaden in verschillende scenario's

	Vereiste streef dekkings- graad	2005	2006	2007	2010	2020	2030	Gem. tijdens herstelperiode
		afwijking t.o.v. basispad in %-punt van loonsom						
Staffel 10 jaar	150%	0,0	7,6	6,8	3,8	0,5	- 0,6	4,0
Staffel 15 jaar	150%	0,0	3,2	3,3	2,1	0,0	- 0,8	1,4
0-1 Indexatie, 10 jaar	150%	0,0	2,1	1,4	- 2,9	- 5,1	- 5,2	- 0,2
0-1 Indexatie, 15 jaar	150%	0,0	- 1,1	- 0,9	- 3,4	- 9,1	- 8,0	- 2,6
Staffel 15 jaar met doorgroei	128%	0,0	- 6,9	- 5,7	- 4,7	- 5,0	- 5,0	- 5,0
Staffel 15 jaar	128%	0,0	- 1,5	- 0,8	0,1	0,3	0,4	0,1

De eerste twee varianten met een staffel, waarin wordt gestreefd naar volledig herstel van de kapitaaldekking in 10 of 15 jaar, leveren in de komende jaren een flinke noodzakelijke premieverhoging op. Dit is te verwachten omdat het basispad gebaseerd is op een effectieve streefdekkingsgraad (na 8 jaar herstel) van ca. 128% van de nominale verplichtingen. De aard van de inhaalregel zorgt ervoor dat de premiestijging aanvankelijk hoog is en dan geleidelijk terugloopt. De hoogte van de inhaalpremie wordt afgestemd op het aanwezige tekort in dat jaar. Naarmate het tekort afneemt, daalt de benodigde extra premie. In de laatste kolom staat het gemiddelde weergegeven voor de extra premie gedurende de herstelperiode. Het effect van korting op de indexatie bij de staffel is beperkt, omdat ook in het basispad werd uitgegaan van gedeeltelijke indexatie. Bovendien is in het basispad de loonstijging tot 2007 relatief laag, waardoor de indexatie verder beperkt werd.

De derde en vierde 0-1 varianten, waarin niet wordt geïndexeerd gedurende de herstelperiode (0) en volledig daarna (1), bieden, ondanks de hogere streefdekkingsgraad ten

opzichte van het basispad, enige ruimte voor premiedaling. Bij een inhaaltermijn van 10 jaar is aanvankelijk een premieverhoging nodig maar deze kan later dalen. Gemiddeld over de herstelperiode is de premiestijging ongeveer 0. Indien de herstelperiode 15 jaar bedraagt, bijna twee maal zolang als in het basispad, is er zelfs ruimte voor een premiedaling. Het geheel afzien van indexatie is effectief, zeker in de periode na 2007, wanneer de reële contractloonstijging 1½% bedraagt. Het betekent overigens wel een aanzienlijke verlaging van de pensioenen.

De laatste twee varianten richten zich op het ambitieniveau zoals dat nu wordt voorgesteld in de notitie van het Kabinet over de ontwerp hoofdlijnen voor het financiële toezicht op pensioenfondsen. Voor het representatieve pensioenfonds komt dit neer op een minimaal vereiste dekkinggraad van 128% ten opzichte van de nominale verplichtingen (CPB, DNB, PVK, 2003). Omdat onduidelijk is of pensioenfondsen op langere termijn de kapitaaldekking van de pensioenen zullen herstellen, zijn twee varianten onderscheiden. De eerste voldoet in 15 jaar aan de minimum eis van 128%, maar ambieert volledige kapitaaldekking. Op de lange termijn wordt dan ook gestreefd naar een dekkinggraad van 150%. Dit is dan ook de bovengrens voor de staffel. De staffel wordt hierdoor steiler dan wanneer de top van de staffel al bij 128 wordt bereikt. Omdat het uiteindelijke doel pas op lange termijn wordt bereikt zijn de indexatiekortingen langere tijd aanzienlijk. Hierdoor kan de premie zelfs dalen. De laatste variant betreft de situatie dat pensioenfondsen de vermogensdekking afstemmen op de gestelde minimumeisen (128%). Indexatie gaat volgens een staffel waarbij volledig wordt geïndexeerd op het moment dat de geëiste dekkinggraad wordt bereikt. Omdat er echter onvoldoende vermogen in huis is voor indexatie zal een deel van de indexatie permanent op omslagbasis worden gefinancierd. Hierdoor blijft de premie op lange termijn ongeveer op de hoogte van die in het basispad waar immers ook niet voldoende wordt gereserveerd voor indexatie.

De volgende tabel geeft een indruk van het netto profijt dat generaties hebben van de deelname aan het pensioenfonds. Het netto profijt geeft weer wat een generatie van een bepaald geboortjaar over de gehele levensloop netto bijdraagt of ontvangt bij deelname aan het pensioenfonds. Het gaat om de verwachte totale bedragen bij iedere variant (dus niet om de afwijking ten opzichte van het basispad). Een negatieve waarde wil zeggen dat het betreffende cohort netto betaler is, een positief bedrag wil zeggen dat men netto ontvanger is. Merk wel op dat een negatief profijt nog niet wil zeggen dat men niet zal willen deelnemen. Dat hangt mede af van de alternatieve mogelijkheden om pensioenverzekeringen af te sluiten bij andere instellingen, zoals verzekeringsmaatschappijen of andere pensioenfondsen. Een negatieve waarde kan echter op termijn wel de continuïteit van bestaande fondsen bedreigen, al is het maar omdat jongeren liever in een nieuw fonds stappen dan in een oud fonds met een tekort.

Tabel 7.3 Netto profijt generatie 1980 en 2020 (euro's per persoon, in contante waarde in 2002)

	Streefdekkingsgraad	Cohort 1980	Cohort 2020
		euro's	
Basispad	128%	- 13936	- 983
0-1 Indexatie, 10 jaar	150%	- 3210	2527
0-1 Indexatie, 15 jaar	150%	- 16586	2538
Staffel 10 jaar	150%	- 2511	2516
Staffel 15 jaar	150%	- 13765	2533
Staffel 15 jaar met doorgroei	128%	- 6148	2958
Staffel 15 jaar	128%	- 14568	- 1396

Het netto profijt voor de generatie van 1980 is in alle gevallen lager dan dat voor de generatie 2020. Dit ligt voor de hand omdat de huidige deelnemers meebetalen aan het herstel van de pensioenvermogens. De generatie van 2020 echter treedt toe nadat de buffers weer op een hoger niveau zijn. Desondanks is het netto profijt ook bij hen negatief in de gevallen waarin de streefdekkingsgraad tot 128% is beperkt. In deze gevallen wordt onvoldoende gereserveerd voor indexatie waardoor deze deels op omslagbasis wordt gefinancierd. Een deel van de betaalde premie wordt dus gebruikt voor de indexatie van de rechten van gepensioneerde generaties. Zolang de kapitaaldekking niet wordt hersteld is deze situatie structureel. Voor elk nieuwe deelnemer zal het netto profijt negatief zijn, in 2020 met een bedrag van ruwweg 4000 euro (het verschil met een volledig kapitaalgedekt pensioen). Dit is de contante waarde van het profijt uitgedrukt in euro's van nu. Het werkelijke bedrag in de toekomst is groter en is gelijkwaardig aan circa 20% van het gemiddelde bruto jaarsalaris van de generatie (2020) die rond 2040 tot de arbeidsmarkt toetreedt.

Wanneer kapitaaldekking geheel wordt hersteld, wordt het netto profijt voor toekomstige generaties positief, zoals blijkt uit de varianten met een streefdekkingsgraad van 150%. Het positieve saldo kan worden beschouwd als een vergoeding voor de onzekerheid over de startsituatie waarin deze toekomstige generatie het fonds zal aantreffen. Wanneer het feitelijke rendement precies overeenkomt met het verwachte rendement, is er een positief saldo. Vanwege de onzekerheid over de aandelenrendementen is dit echter geenszins zeker; het is ook mogelijk dat er een tekort is of een groter overschot. Wanneer men rekening zou houden met deze als normaal te beschouwen vergoeding voor dit risico, wordt het resultaat in de andere varianten nog ongunstiger.

Dat het tekort voor de huidige jonge cohorten (van 1980) gunstiger uitvalt wanneer volledig wordt afgezien van indexatie bij een korte herstelperiode (de 0-1 indexatie variant), komt doordat in dit geval de tekorten vooral worden betaald door de oudere generaties in de vorm van verlaging van hun pensioenrechten. De jongere generaties profiteren meer van het snelle herstel dat hierdoor wordt bereikt, dan de oudere generaties.

Macro-economische effecten

Het noodzakelijke herstel van de pensioenvermogens veroorzaakt een forse schok voor de Nederlandse economie. Met de overgang op marktconforme waardering van de activa en passiva van pensioenfondsen wordt pas echt duidelijk hoe serieus de situatie is. In het basispad werd al een premiestijging voorzien van 10 ½ % in 2002 tot gemiddeld 14¾ % in de periode 2004 – 2010. De pensioenschok leidt in het basispad tot een 1¼% lager BBP in 2007 en een financieringstekort dat 1¼ % van het BBP hoger uitkomt. Voor de werkgelegenheid levert het een verlies op van zo'n 60.000 arbeidsplaatsen.

Uit de voorgaande berekeningen blijkt echter dat het basispad maar tot een gedeeltelijk herstel van de pensioenproblematiek leidt. Voor terugkeer naar volledige kapitaaldekking van de pensioenen is (veel) meer vereist. De macro-economische effecten van dergelijke premiestijgingen zijn groot. Tabel 7.4 geeft een spoorboekje van de directe effecten per procent premiestijging. In deze cijfers is nog geen rekening gehouden met het indirecte effect dat door de geïnduceerde krimp in de premiebasis wellicht nog extra premiestijgingen nodig zijn. Anderzijds is ook nog geen rekening gehouden met eventuele positieve vertrouwenseffecten die van herstel van de pensioenvermogens kunnen uitgaan.

Tabel 7.4 Macro-economische effecten van 1% hogere pensioenpremie

	2007
	Cumulatieve afwijkingen in %-punten
EMU-saldo	- 0,3
BBP	- 0,2
Consumptie	- 0,3
Contractloon (marktsector)	0,1
Werkgelegenheid	- 0,2

Verhoging van de pensioenpremie beïnvloedt de structurele werkloosheid en heeft een structureel effect op het BBP. De versturende werking van de pensioenpremie ontstaat doordat tegenover de premie geen additionele aanspraken op pensioen staan. Er is dan sprake van een impliciete belasting, die een nadelig effect heeft op de arbeidsaanbodbeslissing. Bij korting op indexatie treedt deze verstoring minder op. Korting op de indexatie treft immers vooral de reeds opgebouwde rechten, inclusief de rechten van de gepensioneerden. Er is wel sprake van koopkrachtverlies, maar er is veel minder nadelig effect op de arbeidsbeslissing.

Tegenover de nadelige effecten op korte termijn staan gunstige effecten op lange termijn wanneer door het herstel van pensioenvermogens een daling van de premies mogelijk is. De totale welvaartswinst hangt af van het saldo van deze effecten over de gehele toekomst gemeten. Volgens het beginsel van 'tax smoothing' worden de welvaartsverliezen geminimaliseerd wanneer de premieverhoging zo gelijk mogelijk in de tijd wordt verdeeld. Een pad met hoge premies nu en lage premies in de toekomst zal daarom naar verwachting extra welvaartsverlies opleveren. Het ideale hersteltraject vormt daarom onvermijdelijk een

compromis tussen de noodzaak tot herstel van de kapitaaldekking en de wens om de last zoveel mogelijk te spreiden. Het enige alternatief om de premiedruk te voorkomen is aanpassing van de pensioenrechten, al dan niet in combinatie met inhaal indexaties in de toekomst.

Deze uitkomsten maken niet alleen duidelijk hoe serieus de huidige situatie is van de Nederlandse pensioenfondsen, maar ook hoe belangrijk het is om het stelsel beter bestand te maken tegen schokken, zeker in het licht van de vergrijzing die het draagvlak voor het opvangen van schokken aanzienlijk zal verminderen.

Literatuur

Bovenberg, Lans, Coen Teulings en Casper de Vries, 2003, Pensioenrapport DNB, CPB en PVK schaadt economie, Het Financieele Dagblad, 17-11-2003

Commissie Risicowaardering, 2003, Risicowaardering bij publieke investeringsprojecten, Ministerie van Financiën, Den Haag

CPB, DNB, PVK, 2003, Financieel toezicht op pensioenfondsen, tussenrapportage aan het Kabinet.

Ewijk, Casper van, 2003, Nieuw pensioenakkoord nodig, ESB, 21-2-2003, p.77-79

Ewijk, Casper van, Barthold Kuipers, Harry ter Rele, Martijn van de Ven en Ed Westerhout, 2002, Ageing in the Netherlands, CPB, Den Haag

Ewijk, Casper van, en Martijn van de Ven, 2002, Pensioenvermogen vanuit macro-economisch perspectief, Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2002, KVS, Amsterdam.

Exley, C.J., S.J.B. Mehta en A.D. Smith, 1997, The Financial Theory of Defined Benefit Pension Schemes, Group for Economic and Market Value Based Studies (GEMS)

Gold, Jeremy, 2000, Accounting/actuarial bias enables equity investment by defined benefit pension plans, Pension Research Council Paper 2001-5, Wharton School, Philadelphia.

Laat, Eric de, Martijn van de Ven en Marcel Canoy, 2000, Solidariteit, keuzevrijheid en transparantie; de toekomst van de Nederlandse markt voor oudedagsvoorzieningen, CPB, Den Haag.

Lejour, Arjan, 2003, Quantifying Four Scenarios for Europe, CPB Document, Den Haag

PVK, 2001, De uitgangspunten voor een financieel toetsingskader, Pensioen- en verzekeringskamer, Apeldoorn

PVK, 2003, White paper solvabiliteitstoets FTK, Pensioen- en verzekeringskamer, Apeldoorn