

Lessen in bescheidenheid: het toezichtkader en de crisis op financiële markten

Turbulentie in het financiële systeem

De financiële turbulentie die in de zomer van 2007 begon heeft oude zekerheden afgebroken. Naast een vertrouwenscrisis veroorzaakte deze turbulentie ook een economische recessie. In Nederland kwamen pensioenfondsen massaal in onderdekking terecht. Banktoezichthouders, die zich beschouwen als hoeders van de financiële stabiliteit, bleken de vertrouwenscrisis niet te kunnen tegenhouden of keren.

Dit roept de vraag op in welke mate het toezichtkader een matigende of aanjagende werking heeft gehad. Wat is de rol van contractuele arrangementen en de

governance structuur hierbij? Welke lessen kunnen we trekken uit de financiële crisis met betrekking tot het toezichtkader? Met dit artikel lever ik een bijdrage aan het debat over deze vragen. In het bijzonder ga ik daarbij in op de betekenis van deze lessen voor pensioenregelingen en pensioenfondsen.

De redding van het financiële systeem door de belastingbetaler

De oorzaken en de hoofdverdachten van de subprime hypotheekcrisis in de Verenigde Staten zijn inmiddels genoegzaam bekend. Korthedshalve verwijs ik naar De Ruiters (2006) voor een uitgebreide beschrijving

**Dr. Gaston C.M.
Siegelaer¹**

Senior consultant
bij Towers Perrin



van de gebeurtenissen. In de kern van de zaak komt het erop neer dat hypotheekleningen van veel slechtere kwaliteit waren dan verwacht door de investeerders in die hypotheekportefeuilles en daarvan afgeleide financiële instrumenten. Vanwege de explosief gegroeide kredietderivatenmarkt was het effect van het barsten van de subprime zeepbel een veelvoud van het effect dat louter op basis van het marktvolume van de subprime hypotheekleningen zou hebben opgetreden. Bovendien was een groot deel van het kredietrisico geëxporteerd naar het buitenland, zodat het subprime drama niet beperkt bleef tot de Verenigde Staten maar wereldwijd om zich heen greep.

Overheden grepen in toen het subprime drama zich aan het voltrekken was. Het leidmotief van overheden, centrale banken en toezichthouders was, zoals DNB het verwoordt: "Het bankwezen moet koste wat kost overeind blijven."²

De voorlopige conclusie is dat niet het bancaire toezicht maar de belastingbetalers het financiële systeem hebben gered. De bancaire toezichtsregeling voorziet immers niet in kapitaalinjecties als toezichtinstrument. Voor de kapitaalinjecties van de overheid staan de belastingbetalers borg. Dat overheden het geld voor de kapitaalinjecties deels hebben geleend op de kapitaalmarkt doet daaraan niets af. Als het later alsnog mis gaat met de instellingen die met overheidsdeelnemingen of achtergestelde leningen overeind zijn gehouden, draait de belastingbetaler op voor de verkeerd uitgedekte financiële heldendaden van ministers van Financiën.

De ultieme consequentie van door de overheid overeind gehouden 'systeemrelevante' banken is dat niet de aandeelhouders van banken, maar de belastingbetalers (via de overheid) als 'lender of last resort' de eigenaar zijn van dergelijke 'systeemrelevante' banken. En dat betekent dat topmanagers van 'systeemrelevante' banken eigenlijk zwaar overbetaalde ambtenaren zijn. Het is evident dat dit een onhoudbaar economisch model van marktordening is: private risico's worden op de publieke financiën afgewenteld.

Financiële stabiliteit als mission impossible van het bancaire toezicht?

Hoe kon het gebeuren dat banktoezichthouders die er met hun neus bovenop zaten, de financiële crisis niet hebben zien aankomen, of hebben kunnen tegenhouden? Het antwoord daarop heeft betrek-

king op de regelgeving en de wijze waarop bancaire toezicht uitwerkt op het gedrag van banken en andere marktpartijen. Twee aspecten diepen we hier uit: solvabiliteitstoezicht en financiële stabiliteitstoezicht.

De regelgeving voor banken kent richtlijnen ten aanzien van de solvabiliteit en liquiditeit van een bank. Die richtlijnen voor solvabiliteit zijn tamelijk fijnmazig. De fijnmazigheid uit zich in indelingen van beleggingen in diverse categorieën met zogeheten risicowegingen. Daarbij is de weging voor kredietrisico in beginsel gekoppeld aan de kredietbeoordelingen (ratings) die door kredietbeoordelingsbureaus (rating agencies, zoals S&P's, Moody's en Fitch) worden toegekend aan leningen en aan tranches van een hypotheeksecuritisatie. Deze opzet van de regelgeving heeft enkele onbedoelde neveneffecten die de effectiviteit van het toezicht verzwakken. De nadruk van het bancaire toezicht op het handhaven van een fijnmazig systeem van solvabiliteitseisen leidt ertoe dat banken niet worden aangespoord tot risk management in de eigenlijke zin van woord, maar tot het louter voldoen aan de regelgeving (compliance). De combinatie met de 'deal driven' bonuscultuur binnen banken leidt tot een fatale dynamiek. De bonussen die korte termijn winsten belonen, hebben het karakter van een call-optie. Dit is voor het topmanagement met bonus-afhankelijke beloningen een prikkel om meer risico's te nemen. Immers, hoe meer risico er wordt genomen, des te groter de mogelijke winsten en des te groter de waarde van de optie op mogelijke bonussen. Dit betekent dat alle economische prikkels wijzen in de richting van het maximaal uitbuiten van solvabiliteitsregels om de mogelijkheden op winst te maximaliseren. Indien nu die risicowegingen in de solvabiliteitsregels een perfecte graadmeter zouden zijn voor het risico van hypotheekportefeuilles, dan zouden deze als solide verdedigingswal tegen onbeheerste risico's fungeren. Echter, ze zijn geen perfecte graadmeter, en vormen daarmee een zwakke schakel in het geheel.

De koppeling van solvabiliteitseisen aan ratings heeft de bestaande drie kredietbeoordelaars in een oligopoliepositie gebracht. Zo'n oligopoliepositie is geen prikkel om de meest betrouwbare graadmeter voor kredietrisico te ontwerpen, maar wel een prikkel tot wat in de economische literatuur wordt aangeduid als 'tacit collusion', een stilzwijgende verstandhouding. Hierdoor kon het gebeuren dat de rating

agencies elkaars methodiek niet bekritiseerden, omdat ze alle drie het kredietrisico van hypotheekportefeuilles en van tranches van hypotheeksecuritisaties beoordeelden op basis van beperkte datasets die voornamelijk perioden van stijgende huizenprijzen omvatten.

Het bancaire toezicht heeft niet alleen een taak in het bewaken van de integriteit, liquiditeit en solvabiliteit van individuele banken, maar ook in het bewaken van de financiële stabiliteit. Deze laatste taakstelling beoogt te voorkomen dat problemen bij één bank overslaan naar andere banken of zelfs grote delen van de economie, bijvoorbeeld als gevolg van stilvallend betalingverkeer. Het risico dat een faillissement van één bank een domino-effect teweegbrengt en veel andere banken in de problemen brengt, wordt als systeemrisico aangeduid.

Als het gaat om het overeind houden van banken in problemen, moeten we onderscheid maken tussen liquiditeitsproblemen en solvabiliteitsproblemen. Voor een solvabele bank met liquiditeitsproblemen kan tijdelijke overbruggingsfinanciering door de centrale bank soelaas bieden. Het verstrekken van financiering aan een bank in solvabiliteitsproblemen is echter geen oplossing voor het probleem. Je zou dus kunnen stellen dat een bank met solvabiliteitsproblemen geen bestaansreden meer heeft en de markt op een ordentelijke manier moet verlaten. Maar de focus op financiële stabiliteit en het voorkomen van systeemrisico in het bancaire toezicht leidt tot een aantal onbedoelde neveneffecten. Het meest bekende fenomeen wordt aangeduid als 'too big to fail': een bank die zo groot is dat faillissement ervan tot grote problemen in de economie leidt, moet koste wat kost gered worden. Met de ervaringen van afgelopen anderhalf jaar kunnen we twee fenomenen hieraan toevoegen. 'Too interconnected to fail' betekent dat een instelling die zo verstrengeld is met veel andere banken, gered moet worden om een domino-effect te voorkomen. De redding van AIG is hiervan een duidelijk voorbeeld. 'Too complex to fail' betekent dat een bank die zulke complexe transacties in de boeken heeft staan, dat toezichthouders geen flauw idee hebben hoe ernstig de consequenties van een eventueel faillissement zijn, gered moet worden om het zekere voor het onzekere te verkiezen. De redding van Bear Sterns, die bekend stond om zijn complexe transacties in kredietderivaten en

hypotheekportefeuilles, lijkt hiervan een voorbeeld te zijn.

De cynische les van de hypotheekcrisis is dat je als bankier er mee weg komt wanneer je door excessief risicozoekend gedrag een zodanig groot probleem hebt gecreëerd dat het omvallen van de bank tot grote problemen in de economie leidt, wanneer je dat met zo complex mogelijke transacties hebt gecreëerd, en wanneer je door middel van die transacties innig bent verstrengeld met veel andere grote banken. Al met al is dit een opeenstapeling van wat economen aanduiden met 'moral hazard': het verschijnsel dat mensen zich onverantwoordelijk(er) gaan gedragen als ze weten dat de schade die ze aanrichten toch wel zal worden vergoed door derden. Private marktpartijen boden tijdens de ophoping van risico's weinig tegenspel omdat ieder ervan uitging dat banken wel overeind werden gehouden. Het huidige bancaire solvabiliteitstoezicht biedt geen soelaas tegen deze moral hazard problemen, maar versterkt ze zelfs nog eens, aldus Richard Herring, hoogleraar en auteur van vele artikelen over toezicht. "If a bank gets into trouble having honoured the Basel risk weights then I think the case for bailing them out does become stronger. Giving them the model and telling them what is and is not safe starts you down a very unfortunate road."³

De laatste verdedigingswal voor financiële stabiliteit is het verstrekken van kapitaalinjecties aan banken of andere aan banken verbonden financiële instellingen die dreigen om te vallen. Dit maakt echter helemaal geen deel uit van het wettelijk instrumentarium van het bancaire toezicht. Voor dit laatste redmiddel moet de toezichthouder immers de overheid vragen om in te springen. Daarmee lijkt het er veel op dat financiële stabiliteit een mission impossible voor het bancaire toezicht is.

Toezicht is geen panacee

Gevaarlijker dan gebrek aan toezicht is ineffectief toezicht waarvan wordt gedacht dat het wel effectief is. Het huidige toezichtkader voor banken heeft ten dele een vals gevoel van veiligheid gecreëerd, en daarmee tevens de kiem voor de huidige vertrouwenscrisis gelegd. De lessen die we kunnen trekken is dat we meer aandacht moeten hebben voor de werking van economische prikkels die van beloningssystemen, contractuele arrangementen, het toezichtkader en governance uitgaan. Bovenal mogen we geen wonderen verwachten van toezicht: bescheidenheid is op

zijn plaats. Het is de vraag of de pretentie om met toezicht de financiële stabiliteit te kunnen bewaken nog langer overeind kan worden gehouden. Dat veel beleidsmakers menen dat verbreding van het bancaire toezicht op hedge funds, Structured Investment Vehicles en rating agencies het antwoord op de huidige crisis is, is daarom tragisch te noemen: het zal een nieuw vals gevoel van veiligheid scheppen en de kiem leggen voor een nog grotere financiële crisis, indien we de aard van het toezichtkader niet fundamenteel veranderen.

De volgende vijf vraagstukken verdienen naar mijn mening daarom volop aandacht in het debat over de lessen van de financiële crisis.

1. Hoe kunnen we in het bancaire toezichtkader randvoorwaarden aangeven ten aanzien van economische prikkels die van de beloningsstructuur van (top)managers van een bank uitgaan?
2. Hoe kan worden bevorderd dat banken meer werk maken van eigen risk management in plaats van de focus op compliance aan door de wetgever voorgeschreven fijnmazige solvabiliteitsregels?
3. Zijn de ongewenste neveneffecten van de koppeling van solvabiliteitsregels voor kredietrisico aan ratings niet groter dan de voordelen? Is het daarom niet beter de koppeling los te maken dan om intensief toezicht op rating agencies te gaan houden? Dat laatste verergert immers het 'moral hazard' probleem. Voor het in aanbouw zijnde Europese toezichtkader voor verzekeraars, Solvency II, impliceert deze les om de koppeling aan ratings te heroverwegen.
4. Is het niet effectiever dat de toezichthouder de rol van poortwachter van de markt krijgt toebedeeld en zich bezighoudt met het ordentelijk laten toetreden en laten uittreden van banken, in plaats van dat deze zich gaat bezighouden met het overeind houden van marktspelers? Een belangrijke les is dat de taakstelling van het bancaire toezicht ten aanzien van financiële stabiliteit tot het tegendeel heeft geleid omdat impliciete of expliciete overheidsgaranties "moral hazard" gedrag uitlokken. De beste manier om duidelijk te maken dat financiële instellingen niet door de overheid overeind worden gehouden, is om financiële stabiliteit uit de doelstelling van bancaire toezicht te schrappen en om toezichthouders frequent te laten oefenen in het ontmantelen van een bank ten behoeve van een ordentelijke uittreding uit de markt, net zoals we van een brandweer verwacht-

ten dat die frequent brandoefeningen doen. De paradox is dat het schrappen van financiële stabiliteit als taakstelling van bancaire toezicht wel eens de beste bijdrage aan de financiële stabiliteit zou kunnen zijn.

5. Zou, om ordentelijke marktuittreding van in solvabiliteitsproblemen gerakende banken mogelijk te maken, geen onderscheid moeten worden gemaakt tussen onderdelen waarvan het disfunctioneren ervan een onomkeerbaar ontwrichtende werking op de reële economie heeft en overige onderdelen? Zo word het betalingssysteem van een bank vaak als (deel van de) financiële infrastructuur beschouwd. Dit roept de vraag op of het eigendom ervan los te koppelen valt van de exploitatie ervan, net zoals we het netbeheer van gas en elektriciteit in Nederland hebben losgekoppeld van de exploitatie ervan. Is het niet mogelijk het eigendom van het betalingssysteem bij de overheid te leggen, zonder dat de overheid zich garant stelt voor andere onderdelen van de bank? Deze en soortgelijke vragen zouden op de agenda van beleidsmakers en wetgevers moeten staan. Naarmate beleidsmakers en wetgevers deze vragen beter beantwoorden, is daarmee het beletsel voor de overheid om een bank failliet te laten gaan, en dus het moral hazard aspect, in belang geslonken. Om een voorbeeld te geven: een zogeheten proprietary trading desk, een afdeling die voor eigen rekening en risico van de bank beleggingstransacties uitvoert, kan weliswaar grote posities met andere tegenpartijen hebben, maar dit rechtvaardigt nog geen (impliciete) overheidsgarantie. Van professionele financiële partijen mag verwacht worden dat ze zich zelf verantwoordelijk achten voor beheersing van bancaire tegenpartijrisico.

Overstroming in de pensioenpolder is geen incident maar gevolg van constructiefout

Wat leert voorgaande beschouwing over de financiële crisis en het toezichtkader op banken ons nu over pensioenen en het toezichtkader voor pensioenen? Meer dan menig argeloze lezer zal denken. We analyseren de economische prikkels die van de contractuele arrangementen, de governance structuur en het toezichtkader bij pensioenen uitgaan. Het blijkt dan dat bij defined benefit regelingen het moral hazard aspect funest uitwerkt.

Bij een defined benefit (DB) regeling, ook wel toegezegde-uitkeringregeling genoemd, heeft de werkgever een pensioenovereenkomst met de werknemer gesloten waarin hij een gegarandeerde pensioenuitkering toezegt. De meest voorkomende pensioenregeling in Nederland is een middelloonregeling. In de meeste gevallen, gemeten naar omvang van de pensioenverplichtingen, wordt de pensioenregeling door een pensioenfonds uitgevoerd. De werkgever sluit met het pensioenfonds een uitvoeringsovereenkomst waarin onder meer het premiebeleid is geregeld. De betrokken partijen bij deze contractuele arrangementen zijn de werkgever, de deelnemers aan de pensioenregeling (doorgaans vertegenwoordigd door de vakbonden), de gepensioneerden en de gewezen deelnemers (die hun opgebouwde pensioen hebben achtergelaten na wisseling van baan).

De afwezige partij trekt aan het kortste eind

Er is echter nog een betrokken partij, die opmerkelijk genoeg niet in de Pensioenwet wordt genoemd, maar wel belanghebbende is. Dat is namelijk de groep toekomstige deelnemers aan de pensioenregeling. Een DB-regeling kenmerkt zich immers door intergenerationale welvaartseffecten, door de pleitbezorgers ervan doorgaans aangeduid als intergenerationale solidariteit. Een financiële opzet van de pensioenregeling die zorgt voor hoge buffers in de toekomst is gunstig voor toekomstige deelnemers, omdat deze dan toetreden tot een 'rijk' pensioenfonds en profiteren van een lage premie en een hoge kans op indexatie. In geval van reservetekorten of dekkingsstekorten is sprake van een nadeel voor toekomstige deelnemers, omdat ze dan door middel van premieverhoging moeten meebetalen aan het wegwerken van vermogenstekorten in het pensioenfonds, respectievelijk zelfs de kans lopen te worden gekort op hun zojuist opgebouwde rechten.

Bij de onderhandelingen zitten de werkgever en de huidige deelnemers (via hun vakbond) aan tafel, maar niet de toekomstige deelnemers. Er is dus een zeer sterke economische prikkel aanwezig om risico's naar de toekomst door te schuiven en potentiële meevallers al tevoren weg te geven. Dit gebeurt in de vorm van relatief lage pensioenpremies en relatief royale indexaties. De pensioenpremie kan relatief laag worden gehouden door toekomstige rendementen op risicodragende beleggingen in te rekenen. De voorwaardelijke indexatie kan relatief royaal worden

ingeregeld door al voor 100% te indexeren bij dekkingsgraden die feitelijk minder dan 100% reële koopkrachtwaarde vertegenwoordigen. De indexatietoekenning bij relatief lage dekkingsgraden leidt ertoe dat wordt ingeteerd op de reële koopkrachtwaarde van het pensioenvermogen.

De elastieken beschermingswal van de Pensioenwet

Biedt het Nederlandse toezichtkader geen beschermingswal tegen het doorschuiven van te hoge risico's naar de toekomst? Het antwoord is wederom een les in bescheidenheid ten aanzien van wat het toezichtkader aan veiligheid kan bieden. Laten we eens op een rijtje zetten welke economische prikkels van de Pensioenwet uitgaan.

Bij de premieberekening is het mogelijk en toegestaan door middel van een zogeheten gedempte kostendekkende premie toekomstige rendementen op risicodragende beleggingen in te rekenen en daarmee een stabiele en lage premie vast te stellen. Dit is gunstig voor de werkgever en de huidige werknemers.

Premieterugstorting is alleen toegestaan indien tien jaar achtereen volledige indexatie is verleend en de dekkingsgraad hoog genoeg is om ook in de toekomst de indexatieambitie naar verwachting waar te maken. Een eenmaal gestorte premie is voor de werkgever zeer moeilijk weer teruggestort te krijgen. De Pensioenwet ontmoedigt een hoge premievaststelling en moedigt een lage premievaststelling aan. Aan de hoeveelheid risico die een pensioenfonds kan nemen, lijkt een grens gesteld te zijn door middel van het vereist eigen vermogen. Om aan deze norm voor de aanwezige buffer te voldoen, krijgt een pensioenfonds 15 jaar de tijd. Op papier is hieraan bijna altijd wel te voldoen dankzij het inrekenen van verwachte rendementen op risicodragende beleggingen. Deze solvabiliteitsnorm is in de praktijk dus geen effectieve beschermingswal, want het is pensioenfondsen toegestaan jarenlang onder die norm te opereren.

Maar is het minimaal vereist eigen vermogen, gemakshalve met 105% dekkingsgraad aangeduid, dan geen laatste beschermingslinie? Een pensioenfonds met een dekkingstekort moet volgens de Pensioenwet binnen een korte-termijn herstelperiode van drie jaar orde op zaken stellen. Daarbij is het afstempelen van opgebouwde rechten niet uitgesloten. Voor pensioenfondsen met een dekkingsgraad van rond de 90% zal dit herstel vooral van forse pre-

miebijstortingen moeten komen. Noch het afstemmen van rechten noch het verhogen van premies is een plezierige maatregel.

Welke maatregelen kunnen we verwachten? Van de Poel (2005) stelt op basis van een speltheoretische analyse vast dat het Nash-evenwicht ligt in een situatie waarin vakbonden en overheid de problemen voor zich uitschuiven. Immers, niemand wil de boodschapper van het slechte nieuws zijn, het slechte nieuws brengen kan altijd later nog, en misschien stijgen de dekkingsgraden wel zodanig dat het probleem minder urgent wordt. Het gevolg is dat de status quo pas wordt verlaten wanneer het te laat is voor reparatie van het huidige collectieve systeem. Het maatschappelijk krachtenveld van gevestigde belangen heeft de hersteltermijn van drie jaar inmiddels doen oprekken tot vijf jaar, getuige de brief van de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid van 20 februari 2009 en de publicatie van de ministeriële regeling van 4 maart

2009. Deze verruiming van de hersteltermijn maakt het voor de twee grootste bedrijfstakpensioenfondsen in Nederland mogelijk een herstelplan zonder premieverhoging op te stellen. Het achterwege laten van premieverhogingen of rechtenkortingen en hopen op stijgende dekkingsgraden betekent het doorschuiven van risico's naar de toekomst, zie het rekenvoorbeeld in bijgaand tekstkader. Hiermee is een welvaartsverschuiving van miljarden euro's ten laste van de toekomstige generaties en ten gunste van de huidige generatie gemoeid. Het verruimen van de hersteltermijn is een volstrekt logisch gevolg van de economische prikkels in het contractuele arrangement en de governance structuur van de huidige DB-regelingen. Het is daarom eveneens te verwachten dat later dit jaar de door de minister ingestelde commissie parameters FTK aan parameters en solvabiliteitsnormen zal gaan sleutelen om het toezichtkader aan de werkelijkheid te accommoderen. Het moral hazard dilemma wordt door het huidige toezichtkader dus niet opgelost.

De prijs van doorgeschoven risico's

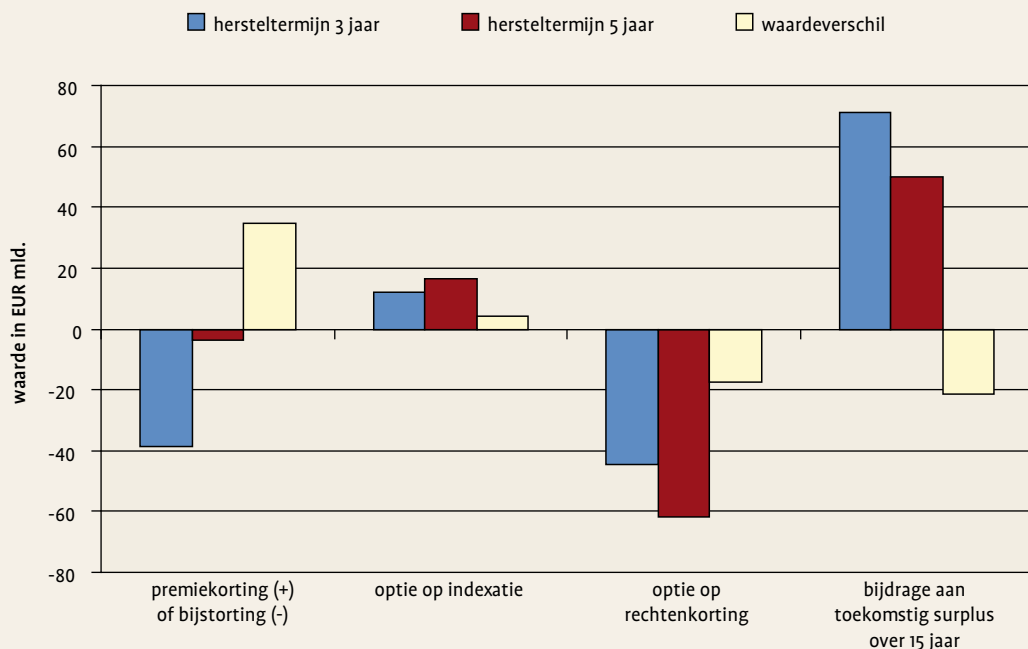
De grafiek toont de welvaartseffecten van het verlengen van de hersteltermijn van 3 naar 5 jaar voor een gestileerd pensioenfonds over een periode van 15 jaar. We vergelijken daarvoor het effect op de kansverdeling van de premie, van de indexatie, van de rechtenkorting en van het toekomstige surplus ofwel de pensioenfondsbuffer over 15 jaar. De welvaartseffecten van risico's zijn uitgedrukt in euro's, net zoals bij optiewaardering het geval is⁴. De uitgangspunten voor het rekenmodel zijn zo veel mogelijk geënt op de karakteristieken van de bedrijfstakpensioenfondsen ABP en Pensioenfonds Zorg en Welzijn samen. De totale pensioenverplichtingen bedragen € 270 mld, de dekkingsgraad is 90%, de beleggingsmix bestaat voor 65% uit risicodragende beleggingen, de indexatiestafel loopt van 105% (geen indexatie) tot 135% (volle indexatie), tot aan een dekkingsgraad van 120% bedraagt de premie 23% van het salaris en daarboven wordt premiekorting gegeven.

De eerste variant is een hersteltermijn van telkens 3 jaar. Zonder premieverhoging wordt in 3 jaar tijd naar verwachting een dekkingsgraad van 99% bereikt, dus te laag. Om in 3 jaar tijd op 105% dekkingsgraad te zitten, is een premieverhoging van 16,5% van het salaris nodig zolang als het fonds een onderdekking heeft. De lichtblauwe balk toont dat voor dit herstelbeleid ca. € 40 mld extra premie bovenop de kosten van nieuwe pensioenopbouw wordt gevergd.

De tweede variant is een hersteltermijn van telkens 5 jaar. Zonder premieverhoging wordt in 5 jaar tijd naar verwachting een dekkingsgraad van 105% bereikt. De verwachte rendementen op risicodragende beleggingen zijn hoog genoeg om dit zonder premieverhoging te bereiken. Er wordt dan ca. € 35 mld aan premie bespaard. Het achterwege laten van premieverhoging is een voordeel voor premiebetalers (werkgevers en werknemers). Verder is er een gering positief effect op de optie op indexering (ca. € 4 mld). Bij wie komen

de nadelen terecht? De rekening hiervoor komt voor ca. € 18 mld te liggen bij de actieven, gewezen deelnemers en gepensioneerden in de vorm van een hogere waarde van de optie op rechtenkorting, en voor ca. € 21 mld bij de deelnemers over 15 jaar. Of anders gezegd: indien de groep deelnemers over 15 jaar een financiële compensatie zou moeten krijgen voor het doorschuiven van risico's, zou dit zo'n € 21 mld bedragen. Die groep deelnemers over 15 jaar bestaat voor een groot deel uit bestaande deelnemers, maar tevens uit 15 nieuwe jaargangen toetreders. De toekomstige generaties betalen dus mede de rekening van de doorgeschoven risico's.

Welvaartseffecten van langere hersteltermijn
 (cumulatief gedurende 15 jaar)



Oplossingswegen uit het moral hazard dilemma

Het sleutelen aan hersteltermijnen, parameters of solvabiliteitsnormen zal het latent instabiele karakter van intergenerationale DB-regelingen niet wijzigen. Er zijn twee soorten oplossingsrichtingen voor dit moral hazard dilemma: een aanpassing in het toezichtkader of een aanpassing in het contractuele arrangement.

De eerste oplossing is het schrappen van het huidige solvabiliteitstoezicht, aangezien dit – net als het financiële stabiliteitstoezicht – een vals gevoel van veiligheid creëert. In plaats daarvan zou de wet voor een intergenerationale DB-regeling een norm moeten voorschrijven ten aanzien van de omvang aan risico's

die naar de toekomst mogen worden verschoven. In hoeverre zo'n norm ook praktisch houdbaar is, is twijfelachtig, omdat ook dan weer het krachtenveld van de gevestigde belangen de norm kan doen wijzigen ten laste van toekomstige generaties.

Voor de tweede oplossing ligt de sleutel in handen van sociale partners zelf. Zij kunnen afspreken om in plaats van de huidige DB-regelingen nieuwe, generatieneutrale pensioenregelingen op te zetten. De essentie van zo'n generatieneutrale pensioenregeling is dat er geen afwenteling van risico's op toekomstige generaties kan plaatsvinden⁵.

Welke strategie zullen sociale partners en overheid kiezen: wachten en hopen dat de dekkingsgraden

weer fors stijgen, of voorbereidingen treffen voor een generatieneutrale pensioenregeling? Vakbonden en overheid zullen niet als eerste de status quo willen verlaten, zo bleek uit de eerder aangehaalde analyse van Van de Poel (2005). Voor werkgevers is er wel een economische prikkel om een verandering van het pensioenlandschap te bewerkstelligen en de bestaande pensioen- en uitvoeringsovereenkomst op te zeggen. Veel werkgevers zijn niet in staat forse premiebijstortingen te verrichten en willen zich niet opnieuw verbinden aan een contract dat hen voor zulke onaangename verrassingen stelt. Verder is het uit oogpunt van arbeidsmarktpositie voor een werkgever gunstiger om de nieuwe generatie werknemers een nieuwe pensioenregeling aan te bieden, dan hen te laten deelnemen in een regeling met een fors tekort.

Zullen we over vijf jaar een pensioenpolder met inherent stabiele generatieneutrale pensioenregelingen hebben? De tijd zal het leren.

Literatuur

- Kortleve, N., De marktwaarde van beleggingsopties, VBA Journaal, nr. 2, zomer 2004, pp. 32-36.
- Poel, J.H.R. van de, De polder geeft en de polder neemt: een speltheoretische analyse, in: "Vergezichten" (Liber Amicorum Jean Frijns), pp. 189-196, Driebergen 2005.
- Ponds, E., Waardeoverdrachten tussen generaties, ESB, 23-9-2005, p. 415-417.
- Ruiter, H. de, Lessen van de huidige financiële crisis, VBA Journaal, nr. 3, najaar 2008, pp. 35-48.
- Siegelaer, G.C.M., Pensioenrisico's en innovatieve oplossingen, Pensioen, Bestuur en Management, nr. 2, 2008, pp. 45-47.

Noten

- 1 Dit artikel is door de auteur op persoonlijke titel geschreven. De auteur bedankt Berend Krikken, Falco Valkenburg, Pieter Walhof en de anonieme referent van het VBA Journaal voor hun commentaar op een eerdere versie van dit artikel.
- 2 Geciteerd uit http://www.dnb.nl/binaries/kredietcrisis_tcm46-211813.pdf, p. 10.
- 3 Geciteerd uit: Neil Courtis (2004), Interview: Richard Herring, The Financial Regulator, 2004, no. 3, p. 75.
- 4 Hiervoor is een Value Based ALM rekentechniek gehanteerd. Zie voor nadere uitleg hierover: Kortleve (2004) en Ponds (2005).
- 5 Zie als voorbeeld van een nadere uitwerking: Siegelaer (2008).