

# De echte gevolgen van de ontwikkelingen in de regelgeving<sup>1</sup>

Hoewel de afgelopen jaren veel gezegd en geschreven is over de invoering van het Financiële Toetsingskader (FTK) en de International Financial Reporting Standards (IFRS) was dit in de tijd dat ik mijn proefschrift schreef nog nieuw en allesbehalve uitgekauwd. Nijman en Swinkels (2003) was een van de eerste studies naar de gevolgen van de introductie van een nieuw risico-gebaseerd toezichtskader voor de Nederlandse pensioenindustrie. We schetsten in ons artikel een viertal mogelijke gevolgen:

1. Meer onderzoek naar het concept marktwaardering voor pensioentoezeggingen;
2. Pensioenfondsen zullen minder risicovol gaan beleggen;
3. Pensioenregelingen zullen versoerd worden met meer risico voor de deelnemer;
4. Het invoeren van beleggingsrestricties is contra-productief;

In deze bijdrage wil ik stilstaan bij ieder van deze afzonderlijke mogelijke gevolgen en het voortschrijdende inzicht op ieder van de gebieden aangeven. Ik begin hierbij steeds met een citaat uit het oorspronkelijke artikel. In de discussie refereer ik bewust enkel naar artikelen die de afgelopen jaren in het VBA Journaal verschenen zijn, om te laten zien dat publicaties in het VBA Journaal een belangrijke rol hebben gespeeld in de kennisontwikkeling van beleggingsanalisten in Nederland. Ik hoop dat dit ook een aan-

## Laurens Swinkels

Robeco  
Quantitative  
Strategies,  
European Pension  
Academy en  
Erasmus School of  
Economics



moediging is voor wetenschappers en beleggings-experts uit de praktijk om aan de discussie over pensioenen en beleggen in dit tijdschrift bij te blijven dragen.

### Het concept marktwaardering

“Hoewel de overgang van actuariële waardering naar waardering op basis van actuele waarden conceptueel een grote stap voorwaarts is in het toezicht op de financiële risico’s van pensioenfondsen, is nog lang niet duidelijk hoe de actuele waarde adequaat bepaald kan worden [...] Deze problematiek is thans het onderwerp van discussie in de pensioenwereld.” – Nijman en Swinkels (2003)

We analyseerden de gevolgen van het loslaten van de actuariële rekenrente en de introductie van een marktrente. Onze opmerking was vooral gericht op de problemen met betrekking tot de aard van de toezegging; het was destijds nog niet duidelijk op welke manier we nominale verplichtingen inclusief een voorwaardelijke indexatieambitie zouden kunnen waarderen. Inmiddels weten we meer over de waarde van beleidsopties van pensioenfondsbesturen; zie onder andere De Jong (2004) en Kortleve (2004).

Het geschetste probleem van marktwaardering is echter fundamenteeler van aard, want er is nog steeds een hevige discussie gaande over de beste manier om de marktwaarde te bepalen van alleen de nominale geprojecteerde kasstromen.

Bij gebrek aan liquide markt voor pensioentoezeggingen, zal een waarderingmodel gebruikt moeten worden. Dat twee waarderingmodellen met hetzelfde uitgangspunt “actuele waarde” tot heel andere uitkomsten kan leiden is vorig jaar duidelijk geworden. De in het FTK gekozen swaprente heeft nogal onder vuur gelegen omdat die lager was dan de rente op Nederlands staatspapier. Het verschil met de rekenrente die ondernemingen vaak gebruiken voor IFRS, de rente op AA bedrijfsobligaties, week tijdens de crisis erg af van de swaprente. Hoewel beide waarderingmodellen de actuele waarde van dezelfde pensioentoezegging proberen vast te stellen, bleek het verschil eind 2008 soms meer dan 30% te zijn! Deze inconsistentie is wat mij betreft zeer onwenselijk en

leidt ook tot een discrepantie in risicomanagement bezien vanuit de onderneming (zie onder andere Nieuwland en Mathijssen 2005) en het pensioenfondsen.

Aangezien er geen liquide markt is voor pensioentoezeggingen moeten we stoppen met het kunstmatige doen alsof dit wel het geval is. Een pensioenfonds dat zijn renterisico met Nederlandse staatsobligaties heeft afgedekt zou mijns inziens de pensioenverplichtingen tegen de staatscurve moeten kunnen waarderen. Suggesties voor realistischere rentes om lange termijnanalyses te doen, zoals in Hulshoff (2009) en Walschots en Van Capelleveen (2009), lijken me een welkome aanvulling voor beleid dat gebaseerd is op het *prudent person principle*.

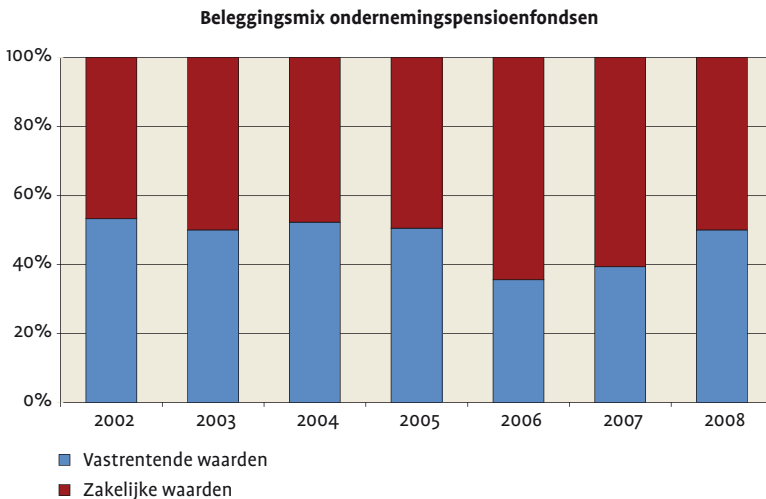
Ik pleit ervoor dat er meer vrijheid komt voor pensioenfondsen en de aangesloten ondernemingen om hun eigen waarderingmodellen te hanteren, waarbij de accountants en toezichthouders controleren of de uitgangspunten redelijk zijn. Een meer *principles-based* dan *rules-based* benadering dus.

### Minder beleggingsrisico's

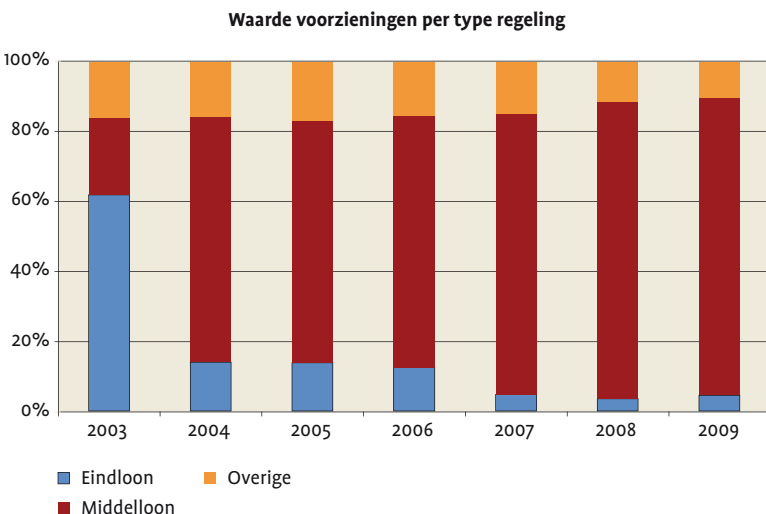
“Ongetwijfeld leidt [IFRS] daarom tot een extra druk vanuit de moederonderneming op ondernemingspensioenfondsen om fluctuaties in de dekkingsgraden tegen te gaan, en dus met name in vastrentende waarden te beleggen.” – Nijman en Swinkels (2003)

Dit heb ik later nog verder uitgewerkt in Oosenbrug en Swinkels (2004). De afgelopen jaren hebben nagenoeg alle pensioenfondsen een gedeelte van hun nominale renterisico verkleind om hun dekkingsgraad minder volatiel te maken. Dit hebben ze gedaan door langlopende obligaties te kopen, of renteswaps en/of swaptions af te sluiten; voor een gedetailleerd overzicht zie Coppens, Van der Hoek, en Kuiters (2004), Heemskerk en Vos (2004), Iglesias del Sol en Admiraal (2006), en voor een innovatieve toepassing van derivaten Walschots en Van Capelleveen (2008). Overigens stelt Blitz (2005) dat een nominale renteaafdekking vanuit de doelstelling tot een waardevast pensioen geen wenselijke ontwikkeling is.

Figuur 1: Beleggingsmix van Nederlandse ondernemingspensioenfondsen. Bewerking van Tabel T8.1.1 van De Nederlandsche Bank, beschikbaar op [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl)



Figuur 2: Waarde technische voorzieningen per type pensioenregeling. Bewerking van Tabel T8.11 van De Nederlandsche Bank, beschikbaar op [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl)



De quote geeft ook aan dat pensioenfondsen hun allocatie naar aandelen significant zouden verlagen in het voordeel van obligaties. Als we de statistieken van DNB erbij pakken zien we dat dit niet gebeurt is. In Figuur 1 zien we dat de allocatie van ondernemingspensioenfondsen naar aandelen het afgelopen jaar weliswaar relatief is afgenomen (wat gedeeltelijk het gevolg is van marktbevingen), maar dat het nog steeds op ongeveer hetzelfde niveau zit als

in 2002. Deze voorspelling is dus, ten minste op geaggregeerd niveau, niet uitgekomen.

ALM-modellen laten zien dat een lager verwacht rendement leidt tot premies die tot onacceptabele hoogtes stijgen; zie Steenkamp en Frijs (2004). Aangezien het minder duidelijk is dat looptijdverlenging van de obligatieportefeuille op lange termijn rendement kost, is er dus enkel voor gekozen deze manier van risicobeperking door te voeren.

Het lijkt er dus op dat de sociale partners inzien dat een pensioen zonder risico's een mager pensioen is.

### Pensioenregelingen aanpassen

“[IFRS] kan er ook toe leiden dat ondernemingen er voor kiezen van een defined benefit regeling over te stappen naar een *defined contribution* stelsel waarmee de beleggingsrisico's bij de deelnemers wordt gelegd.” – Nijman en Swinkels (2003)

We baseerden ons hierbij onder andere op de beweging die we in Angelsaksische landen hebben gezien met betrekking tot risicoverdeling tussen werkgever en werknemer na de introductie van marktwaardering van pensioentoezeggingen. De afgelopen jaren hebben we gezien dat pensioenregelingen in Nederland massaal zijn aangepast. Bijna alle eindloonregelingen zijn inmiddels omgezet in middelloonregelingen; zie Figuur 2 voor de veranderingen van de waarde van de technische voorzieningen per type regeling. Verder hebben veel werkgevers expliciet gemaakt dat de pensioenpremie in de toekomst geen variabele meer is. Dit heeft onder meer geleid tot de opkomst van de zogenaamde *collective defined contribution* regelingen; zie Hoek 2005.

De onderneming is niet meer bereid of in staat tekorten in het pensioenfonds op te vangen, waardoor de risico's naar de deelnemers en gepensioneerden worden verschoven. Ik denk dat het onvermijdelijk is dat het pensioensysteem nog verder zal verschuiven naar het individu, naar een *collective individual defined contribution* regeling. In zo'n regeling zullen een aantal voordelen van het collectief behouden blijven. Het begrip intergenerationele solidariteit is op de langere termijn niet houdbaar en zal verdwijnen. Een deelnemer heeft meer individuele keuze-

vrijheid die bij zijn persoonlijke situatie past; zie Ponds (2005).

### Geen beleggingsrestricties

“Hoewel geen heel substantiële invloed [van alternatieve beleggingen] op de kans op onderdekking valt te verwachten lijken restricties [...] contraproductief zodra de pensioenfondsen door deskundigen worden geleid en bestuurd en het toezicht op het beleggingsgedrag van pensioenfondsen adequaat geregeld is.” – Nijman en Swinkels (2003)

Pensioenfondsen zijn de afgelopen jaren steeds meer gaan beleggen in alternatieve categorieën. We hebben het afgelopen jaar gezien dat het toevoegen van alternatieve beleggingen zoals *commodities* weinig diversificatievoordelen heeft opgeleverd. Verder hebben ook de problemen en hier en daar zelfs schandalen bij een aantal *hedge funds* het gebruik van alternatieve beleggingen door pensioenfondsen weer ter discussie gesteld. Er zijn geen duidelijke aanwijzingen dat pensioenfondsen die meer hebben belegd in alternatieve categorieën een beter rendement hebben behaald dan die dat niet hebben gedaan. Toch kan strikte regelgeving op dit gebied toekomstige extra rendementen in de weg staan.

Voorop staat dat het beleggingsbeleid moet passen bij de deskundigheid van de besturen die de verantwoordelijkheid ervoor dragen. Door de toegenomen complexiteit op het gebied van beleggingen en regelgeving hebben veel pensioenfondsen de afgelopen jaren besloten een fiduciair manager aan te stellen. Hierdoor kunnen kleine en middelgrote pensioenfondsen hun beleggingsbeleid op een professionele manier blijven uitvoeren en profiteren van diversificatie- of rendementsvoordelen van alternatieve beleggingen; zie onder andere Hoek (2007) en Steenkamp (2007). Maar ook als een pensioenfonds besluit tot het uitbesteden aan een fiduciair manager zal het moeten blijven investeren in kennis en kunde om de verantwoordelijkheid te kunnen blijven dragen.

### Conclusies

In deze bijdrage blik ik terug op mijn eerste artikel in het VBA Journaal, waarin ik de gevolgen van de nieuwe regelgeving voor pensioenfondsen in kaart pro-

beerde te brengen. Het eerste gevolg, dat het concept van marktwaardering voor pensioentoezeggingen nog verder onderzocht moet worden, is uitgekomen. Sterker nog, het is nu nog actueler dan toen. Het tweede gevolg, dat pensioenfondsen minder beleggingsrisico's zouden gaan nemen is slechts ten dele uitgekomen: renterisico is wel massaal teruggebracht, maar de allocatie naar zakelijke waarden is ongeveer op hetzelfde niveau gebleven. Het derde gevolg, dat pensioenregelingen aangepast zouden worden, is uitgekomen en mijn voorspelling vandaag is dat dit de komende jaren nog verder door zal gaan en dat *collective individual defined contribution* het eindstation zal zijn. Voor mijn vierde punt, dat het invoeren van beleggingsrestricties contraproductief is, is vooralsnog weinig bewijs voorhanden. Door de toegenomen complexiteit van beleggingsproducten hebben we de afgelopen jaren een golf van uitbesteding aan fiduciaire managers gezien. Desondanks zullen besturen van Nederlandse pensioenfondsen verder moeten professionaliseren om van Nederland een pensioenkampioen te maken.

### Referenties

- Blitz, D.C., 2005, “Renterisico voor pensioenfondsen”, *VBA Journaal* 21(1), pp. 13-21.
- Coppens, M., Van der Hoek, J., en Kuiters, M., 2004, “Risicobeheersing onder fair value”, *VBA Journaal* 20(3), pp. 19-25.
- De Jong, F., 2004, “Deflators: An Introduction”, *VBA Journaal* 20(2), pp. 22-26.
- Heemskerk, F., en Vos, M., 2004, “Gevolgen marktwaardering verplichtingen op beleid pensioenfondsen”, *VBA Journaal* 20(2), pp. 27-31.
- Hoek, H., 2005, “Alternatieve indexatievormen: Collectief DC”, *VBA Journaal* 21(4), pp. 39-43.
- Hoek, H., 2007, “Alternatives vanuit een ALM perspectief”, *VBA Journaal* 23(1), pp. 6-11.
- Hulshoff, T., 2009, “Realistischere rentes in continuïteitsanalyses en herstelplannen”, *VBA Journaal* 25(2), pp. 32-37.
- Iglesias del Sol, M., en Admiraal, M., 2006, “Pensioenfondsen en het gebruik van swaptions”, *VBA Journaal* 22(3), pp. 37-42.

- Kortleve, N., 2004, "De marktwaarde van beleggingsopties", *VBA Journaal* 20(2), pp. 32-36.
- Nieuwland, F., en Mathijssen, E., 2005, "IFRS: van theorie naar praktijk", *VBA Journaal* 21(4), 61-66.
- Nijman, T., en Swinkels, L., 2003, "De gevolgen van de ontwikkelingen in de regelgeving voor de beleggingsmix van pensioenfondsen", *VBA Journaal* 19(3), pp. 9-19.
- Oosenbrug, A. en Swinkels, L., 2004, "IFRS dwingt pensioenfonds tot beter afgestemd beleggingsbeleid", *VBA Journaal* 20(1), pp. 13-20
- Ponds, E.H.M., 2005, "Individuele keuze in een collectief pensioen", *VBA Journaal* 21(4), pp. 32-36.
- Steenkamp, T., 2007, "Alternatieve beleggingen: een hype?", *VBA Journaal* 23(1), pp. 12-16.
- Walschots, B., en Van Capelleveen, H., 2008, "Hybride bescherming: de case van het Rabobank Pensioenfonds", *VBA Journaal* 24(2), pp. 40-47.
- Walschots, B., en Van Capelleveen, H., 2009, "'Uitzonderlijke periode' voor het FTK?", *VBA Journaal* 25(3), pp. 31-38.
- Steenkamp, T., en Frijns, J., 2004, "De prijs van korte termijn zekerheid", *VBA Journaal* 20(1), pp. 31-38.

#### Noot

- 1 Met dank aan David Blitz, Robert van der Meer, Oskar Poiesz, en Pim van Vliet voor hun waardevolle commentaar.