



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Prof.dr. Kees C.G. Koedijk

Dr. Alfred M.H. Slager

Een spoorboekje voor pensioenher- vormingen

Short Notes 2005 - 005

Een spoorboe

Een spoorboekje voor pensioenhervormingen

kje voor pensi

Prof. dr. Kees C.G. Koedijk *Hoogleraar Financieel Management, Erasmus Universiteit Rotterdam*

oenhervorm

Dr. Alfred M.H. Slager *Projectmanager, PGGM en Universitair Docent, Erasmus Universiteit Rotterdam*

ingen



Na de uitbundige jaren negentig van de vorige eeuw is het begin van deze eeuw voor pensioenfondsen en pensioenfondsbestuurders een stuk turbulenter: de beurskoersen zijn gehalveerd, de volatiliteit is toegenomen en onderdekking van pensioenfondsen is niet langer een abstract begrip. Pensioenregelingen zijn eveneens de afgelopen jaren in een stroomversnelling gekomen. Werknemers en werkgevers zetten vraagtekens bij de houdbaarheid van de bestaande pensioenregelingen. Bovendien hebben de toezichthouders regelgeving en solvabiliteitseisen verder verscherpt. In reactie hierop zijn veel pensioenregelingen versoerd door aan de ene kant de premies te verhogen en aan de andere kant de pensioenopbouw anders in te richten met bijvoorbeeld middelloon in plaats van eindloon. Ondertussen vergroot de overheid de onzekerheid door de snelheid waarmee ze, met het oog op de aanstormende vergrijzing, prepensioen en VUT wil afschaffen en verdere ingrepen in de sociale zekerheid aankondigt. Daartegenover staat dat de overheid nieuwe mogelijkheden biedt voor het opbouwen van inkomensvoorzieningen door vanaf 1 januari 2006 een levenslooppfonds in te stellen.

In het huidige klimaat komen spanningen tussen generaties vaker aan de oppervlakte. De intergenerationele spanning zal de komende jaren - naar wij verwachten - ertoe leiden dat discussies over pensioenregelingen en pensioenhervormingen aan de orde van de dag zijn. Wij denken dat inrichting van de pensioenregelingen van de toekomst een van de grootste uitdagingen en risico's zal zijn voor pensioenbestuurders. De veranderingen die het Nederlandse pensioenstelsel nu doormaakt vragen om een referentiekader of spoorboekje voor pensioenbestuurders om dit te analyseren. Het spoorboekje moet niet alleen vandaag van toepassing zijn, maar ook inzichten geven in de gewenste pensioenregeling van morgen.

In dit artikel presenteren we een referentiekader waarbij we de gevolgen voor de pensioensector en economie als geheel, en voor de individuele deelnemer op een rij zetten. Op die manier geven we een overzicht van de uitdagingen en risico's van toekomstige pensioenhervormingen. Voor een breed overzicht zetten we de voor- en nadelen van de huidige pensioenregeling af tegen drie alternatieven. Het eerste alternatief dat we bespreken is een uitbreiding van de huidige collectieve regeling en betreft de combinatie van pensioenregeling en levensloop. Het tweede alternatief is een inrichting van pensioenregelingen naar leeftijdsgroepen of generaties, het zogenaamde generatiefonds. Het derde alternatief is de op individuele leest geschoeide pensioenregeling. Allereerst vatten we de belangrijkste kenmerken van de vier pensioenregelingen samen.

Vervolgens introduceren we het referentiekader, waarmee we de voor- en nadelen van de verschillende pensioenregelingen bespreken. Aan de hand hiervan doen we enkele beleidsaanbevelingen voor de toekomstige inrichting van pensioenregelingen.

Een overzicht van de verschillende pensioenalternatieven

Voor onze discussie zijn vier verschillende pensioenregelingssystemen mogelijk. Deze regelingen betreffen in hoofdzaak de tweede pilaar. Achtereenvolgens behandelen we kort de belangrijkste kenmerken van 1) de collectieve pensioenregeling, 2) de collectieve pensioenregeling aangevuld met de recent ontwikkelde levensloopregeling, 3) het zogenaamde generatiepensioenfonds, en 4) de individuele pensioenregeling.

1. Collectieve pensioenregeling

De deelnemer van een pensioenfonds maakt vanaf 65 jaar aanspraak op AOW en ouderdomspensioen. Vermogen wordt gevormd doordat de gestorte premies van werknemers en werkgevers worden belegd. De hoogte van het ouderdomspensioen is een vooraf bepaalde annuïteit uitgedrukt als percentage van het salaris. Tot 2001 was dit een percentage van het laatstverdiende salaris (eindloon). Sinds 2001 zijn veel pensioenfondsen overgestapt op een percentage van het gemiddeld verdiende loon (middelloon). Deelnemers en werkgevers betalen een jaarlijkse premie die in de loop van de tijd kan veranderen. De kracht van zo'n plan is gebaseerd op inter- en intragenerationele pooling van belegging- en verplichtingenrisico's, ook wel de 'social allocation of risk' genoemd.

2. Collectieve pensioenregeling aangevuld met levensloop

Naast het collectieve ouderdomspensioen heeft de overheid een derde pilaar (vrijwillige besparingen) in het leven geroepen, de levensloopregeling.^{1]} Daarin kunnen werknemers individueel vermogen opbouwen voor tussentijds verlof of voor verlof voorafgaand aan pensionering. Het belastingregime is in grote lijnen hetzelfde als voor het collectieve ouderdomspensioen; het op te bouwen vermogen is gemaximeerd. De levensloopregeling is dus op papier een belangrijk life cycle-instrument pur sang: huishoudens kunnen hiermee pieken en dalen in consumptie en besparingen over een levensperiode beter opvangen. Pensioenfondsen, maar ook banken of verzekeraars kunnen zo'n levensloopregeling aanbieden. In principe is er geen uitwisseling of afstemming tussen het collectieve ouderdomspensioen en de levensloop. De deelnemer moet dit zelf oppakken en er voor een groot deel zelf vorm aan geven.

3. *Generatiepensioenfonds*

Eigendomsrechten zijn de achilleshiel van de collectieve pensioenregeling. Van wie is het pensioenvermogen? Zo wordt de jongere deelnemersgeneratie in een pensioenfonds in het algemeen relatief harder getroffen door de versoering van de pensioenregeling en de hogere premies dan de oudere deelnemersgeneratie. Om aan deze bezwaren tegemoet te komen hebben recent Coen Teulings en Casper de Vries (2004) het idee van een zogenaamd generatiepensioenfonds gelanceerd. Teulings en De Vries proberen met een generatiepensioenfonds de ongewenste effecten van intergenerationele subsidiëring tegen te gaan. Bij een generatiefonds heeft elke generatie zijn eigen - administratief afgescheiden - pensioenvermogen. De kracht van zo'n generatiefonds is dan ook intragenerationeel. Bovendien heeft elk generatiefonds een afwijkende beleggingsmix, die beter overeenkomt met de verplichtingen van die generatie. Een jong generatiefonds zal dan relatief veel aandelen in portefeuille hebben, en een fonds voor de oudere generaties zal meer in obligaties beleggen. Voor een generatiefonds nemen de uitvoeringskosten toe ten opzichte van een collectieve pensioenregeling. ALM, administratie en verantwoording zullen over meerdere fondsen in plaats van één worden uitgevoerd. Daarnaast moeten er verschillende governance-structuren voor de fondsen worden opgetuigd, waarbij het denkbaar is dat de deelnemers van het generatiefonds een grotere stempel op het beleid zetten. Dit is immers de achterliggende gedachte van zo'n generatiefonds. De beleggingsorganisatie van pensioenfondsen zal als gevolg van de introductie van generatiefondsen zelf niet veel veranderen, zeker als de beleggingen van de verschillende generatiefondsen worden gepoold.

4. *Individuele pensioenregeling*

Volledige individuele inrichting van de pensioenopbouw kan in een defined contribution-stelsel (DC). Bij het DC-stelsel liggen de uitkomsten niet vast maar bepaalt het pensioenreglement welk bedrag - of percentage van het loon - werkgever en werknemer storten in een individuele rekening. Het uiteindelijke pensioen is onzeker, want het hangt geheel af van de rendementen die met de beleggingen van de stortingen gerealiseerd worden. Er is geen of beperkte vrijheid over de onttrekking van vermogen voor de pensioendatum, maar er is wel meer vrijheid over de keuze van beleggingsinstrumenten. Twee individuen, die net zoveel gespaard hebben over dezelfde periode, kunnen zo uiteenlopende pensioenen ontvangen (Munnell en Sunden, 2003). Voor het pensioenfonds zelf betekent dit een radicaal andere inrichting: zo zou er een beleggingsfondsenadministratie moeten worden opgezet, maar nemen ook zorgplichttaken sterk toe en wordt de adviesfunctie belangrijker. Te denken valt aan financiële

planning-advisering aan deelnemers, en het monitoren van de portefeuilles. Wat eerst in de collectieve pensioenregeling onder het ALM-proces viel, moet nu op individuele deelnemersbasis worden uitgevoerd. In het volgende deel van dit verhaal leggen we de pensioenalternatieven langs de meetlat van een aantal criteria en construeren een spoorboekje van pensioenhervormingen.

Een referentiekader

Een pensioenhervorming kan getoetst worden aan zowel micro-economische als macro-economische criteria. Hiermee kunnen we de voor- en nadelen van pensioenregelingen met elkaar vergelijken. Franco Modigliani en Arun Muralidhar (2004) stellen een lijst van mogelijke criteria op bij het beoordelen van pensioenhervormingen. Omdat Nederland een van de rijkste landen ter wereld is met relatief veel opgebouwd pensioenvermogen en een goed ontwikkelde pensioenbedrijfstaking, zijn niet alle criteria van Modigliani en Muralidhar relevant voor de Nederlandse situatie. In de onderstaande tabel noemen we de belangrijkste, aangepast aan de Nederlandse situatie.

Macro-economische criteria

Duurzaamheid:

De pensioenregeling bouwt vermogen op en/of heeft een stabilisatiemechanisme waarmee zowel kortetermijnschokken (dalende koersen) als langetermijnschokken (vergrijzing) kunnen worden opgevangen.

Toegang tot pensioenregeling:

De pensioenregeling is voor iedereen toegankelijk, en mogelijk zelfs verplicht gesteld om kortzichtigheid door individuen met betrekking tot hun pensioenopbouw op lange termijn tegen te gaan.

Toekomstige inkomenszekerheid:

De deelnemer heeft een redelijke mate van zekerheid over de opgebouwde pensioenrechten die hij kan verwachten.

Hoge netto-opbrengsten:

De rendementsprognoses voor het opgebouwde vermogen moeten zo hoog mogelijk zijn.

Micro-economische criteria

Compensatie fluctuaties inkomsten en bestedingen:

De pensioenregeling moet mogelijkheden bieden om schokken in bestedingen en beleggingen van deelnemers op te vangen.

Vrijheid in contributies:

Er zijn zo min mogelijk beperkingen voor deelnemers om zelf de optimale langetermijnverhouding tussen premies en opbrengsten te bepalen.

Managementkosten:

De uitvoeringskosten van de pensioenregeling moeten zo laag mogelijk zijn.

Als volgende stap combineren we nu in onderstaande tabel de macro-economische en micro-economische criteria voor pensioenregelingen en de vier pensioenalternatieven. Om de regelingen met elkaar te vergelijken gebruiken we een kwalitatieve score voor de criteria. Op die manier wordt snel inzichtelijk onder welke omstandigheden en in welke mate de pensioenalternatieven toekomstvast zijn.

Criteria	Collectieve regeling	Collectieve regeling en levensloop	Generatiefonds	Individuele regeling
<i>Macro</i>				
- Duurzaamheid	+	+	0	-
- Toegang tot pensioenregeling	++	++	0	-
- Zekerheid over verwachte inkomsten	+	++	0/+	-
- Hoge kosten opbrengsten	+	++	0/+	-
<i>Micro</i>				
- Consumption & Investing Smoothing	-	0	-	+
- Contributies	-	0	-	+
- Managementkosten	++	+	+	-

Tabel 1: Evaluatie van pensioenalternatieven

Noot: ++ veel beter dan, + beter dan, 0 niet afwijkend ten opzichte van, - slechter dan, -- veel slechter dan de andere regelingen.

Collectieve regeling

De uitgangssituatie is de huidige collectieve pensioenregeling. Deze regeling scoort relatief goed op macro-economische eigenschappen in tegenstelling tot de individuele variant, terwijl voor micro-economische eigenschappen dit bijna andersom is. Deze constatering was te verwachten: de schaal- en kostenvoordelen, in combinatie met de verplichtstelling waardoor iedereen toegang heeft, zorgen voor een relatief stabiele vorm van oudedagsvoorzieningen waarop deelnemers ruim van tevoren hun verwachtingen kunnen baseren. Individuele keuzevrijheid speelt een beperkte rol.

Individuele regeling

De individuele regeling vormt het spiegelbeeld van de collectieve regeling en scoort goed op het vlak van de micro-economische criteria en minder op de macrocriteria. Er is volop vrijheid maar weinig zekerheid. De individuele deelnemer kan misschien niet de beleggingsinstrumenten uitkiezen in een collectieve regeling of generatiefonds, maar dat is niet een garantie dat hij het zelfstandig en individueel veel beter zou doen. De ervaring in landen als Zweden en de Verenigde Staten suggereert juist het tegendeel. Veel keuzevrijheid bij de deelnemer leidt tot inertie: de deelnemer is niet geneigd de beleggingen aan te passen aan veranderingen in zijn huishouden of verwachtingen over wat hij in de toekomst wil doen. Het gevaar, en in veel gevallen het uiteindelijke resultaat, is een te laag rendement en dus te weinig opgebouwd vermogen ten opzichte van de individuele doelstellingen en risicohouding (Munnell & Sunden, 2003, Sunden, 2004).

Voor Nederland speelt ook dat het consumentenvertrouwen relatief sterk afhankelijk lijkt van beursontwikkelingen. De transparantie door individuele pensioenopbouw kan twee negatieve effecten hebben die elkaar als neerwaarts risico versterken: dalende koersen remmen het consumentenvertrouwen en daarmee economische groei op korte termijn. Daarnaast zullen deelnemers in perioden van dalende koersen risicoavers beleggen waardoor de pensioenopbouw in gevaar komt en daarmee de consumptie op lange termijn.

Duizenden Nederlanders hebben bijvoorbeeld een beleggingshypotheek, waardoor het wel en wee van de beurs in sterke mate zijn of haar vertrouwen in de toekomst beïnvloedt. Met een individuele DC-regeling zou de deelnemer nog sterker worden blootgesteld aan rendementsschommelingen waardoor consumentenvertrouwen - en uiteindelijk consumptiepatronen - volatieler wordt. Risicoavers gedrag neemt toe, en daarmee de kans dat het risico van de individuele beleggingsmix naar beneden wordt aangepast.

Generatiefonds

Het generatiefonds komt in de afweging in tabel 1 relatief ongunstig uit de bus. Dit is eigenlijk verassend, omdat het een mooi compromis lijkt tussen behoud van collectieve voordelen aan de ene kant, en het aan de andere kant vermijden van individuele en suboptimale regelingen. In de vergelijking valt echter op dat een generatiefonds vooral voordelen van een collectieve regeling opheft, zoals duurzaamheid (wat eindig is in een generatie) of zekerheid over de verwachte inkomsten (waar de generatiefondsdeelnemers relatief lang op moeten wachten). Daarnaast worden additionele kosten geïntroduceerd, voor het oprichten en beheersen van de verschillende fondsen. Intragenerationele solidariteit kan, maar tegen een prijs.

Een praktisch probleem is verder: hoe richt je zo'n fonds in? Als een pensioenfondsbestuur besluit haar pensioenfonds te herstructureren naar een generatiepensioenfonds met bijvoorbeeld tien generaties, dan zal de oudste generatie relatief het meeste fondsvermogen meekrijgen, de jongste het minste. Het verwachte inkomenseffect kan dan macro-economische schokken opleveren: de jongste generatie kan het idee krijgen dat zij 'arm' is want zij heeft nog niets opgebouwd voor de oudedagsvoorziening. Additionele (derde pilaar) besparingen zijn het gevolg, wat consumptie drukt. Daarentegen zal het bestedingspatroon van de oudste generatie niet wijzigen: zij hebben immers een veel hogere zekerheid van toekomstige inkomsten. Per saldo kan dus een overgang van collectief naar generatiefonds de economische groei negatief beïnvloeden.

Collectief met levensloop

Ten slotte, de nieuwe loot aan de stam van de pensioenregelingen is de levensloopregeling, die bovenop de collectieve pensioenregeling wordt geïntroduceerd. De uitkomst in onze vergelijking is verassend te noemen. De combinatie van levensloop en collectieve regeling versterkt waar nodig de goede eigenschappen van een collectieve regeling, met uitzondering van de uitvoeringskosten. De deelnemers blijven profiteren van de schaal- en kostenvoordelen die de collectieve regeling met zich meebrengt, en kunnen de levensloopregeling gebruiken om hun deelname in de collectieve regeling te individualiseren. Zo kan er meer gestort worden als er een grotere inkomensbehoefte is, maar ook kunnen de toekomstige inkomsten beter worden gepland en afgestemd op de individuele wensen. De huidige levensloopregeling is echter beperkt qua mogelijkheden. Zo is de maximering van het opgebouwde vermogen niet wenselijk, en is het in het kader van financiële planning wenselijk om leenfaciliteiten in de regeling te introduceren. Bijvoorbeeld, starters op de huizenmarkt zouden gebaat kunnen zijn om te lenen tegenover hun eigen levenslooptegoed voor de aanschaf van een eigen woning.

Aanbevelingen

Het Nederlandse pensioenbestel is in transitie. De komende jaren zal er volop discussie zijn over de noodzaak van pensioenhervormingen. In dit artikel hebben we een referentiekader opgezet om de veranderingen in pensioenregelingen, waarover gesproken zal worden, te analyseren. Individualisering is een structurele trend, maar het is binnen ons spoorboekje niet direct optimaal hieraan tegemoet te komen door andere pensioenregelingen te introduceren. Het generatiefonds en de individuele pensioenopbouw komen relatief slecht uit de vergelijking. De collectieve pensioenregeling in combinatie met de levensloopregeling daarentegen blijkt het meest toekomstvast te zijn. De positieve punten van een collectieve regeling worden door toevoeging van een individuele regeling alleen maar versterkt.

Pensioenfondsbesturen zouden de voordelen van de huidige collectieve regeling sterker moeten uitdragen en de levensloopregeling omarmen als een belangrijk middel voor de deelnemers om hun toekomstige inkomstenbehoeften beter te plannen, en af te stemmen met hun oudedagsvoorzieningen. Een uitbreiding van de mogelijkheden in de levensloopregeling ligt dan vervolgens voor de hand. Mogelijkheden zijn de afschaffing van het maximale spaarbedrag en introductie van leenmogelijkheden tegen het opgebouwde vermogen van de levensloopregeling. Op die manier ontstaat er een pensioensysteem dat maximale zekerheid combineert met maximale vrijheid.

Literatuur

- Modigliani, F. en A. Muralidhar (2004), *Rethinking Pension Reform*, Cambridge University Press.
- Munnell, A.H. en A. Sunden (2003), *Coming Up Short*, Brookings Institution Press, Washington D.C.
- Teulings, C.N. en C.G. de Vries (2003), *Generational Accounting, Solidarity and Pension Losses*, Tinbergen Institute Discussion Paper TI 2003-094/3, Tinbergen Instituut.

Noot

- ^{1]} Voluit het wetsvoorstel *Wet fiscale behandeling VUT/prepensioen en introductie levensloopregeling*, aangenomen op 25 november 2004 en van kracht vanaf 2006.