




Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Netspar DESIGN PAPERS

Theo Nijman en Lans Bovenberg

Bouwstenen voor nieuwe
pensioencontracten en
uitdagingen voor het
toezicht daarop



The background of the page is white with a series of thin, black, curved lines that sweep across the page from the top left towards the bottom right. These lines vary in curvature and spacing, creating a sense of movement and depth. The lines are most dense in the upper left and become more sparse as they move towards the bottom right.

Theo Nijman en Lans Bovenberg

Bouwstenen voor nieuwe pensioencontracten en uitdagingen voor het toezicht daarop

DESIGN PAPER 03



Netspar

Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Colofon

Design Papers is een uitgave van Netspar
Augustus 2011

Redactie

Henk Don (Chairman) – NMA
Erik Beckers – Zwitserleven
Kees Goudswaard – Universiteit Leiden
Martijn Hoogeweegen – ING
Arjen Hussem – PGGM
Fieke van der Lecq – Erasmus Universiteit Rotterdam
Erik Jan van Kempen – Ministerie van Financiën
Jan Koeman – Ministerie van SZW
Johan Nieuwersteeg – AEGON
Joos Nijtmans – Syntrus Achmea Pensioenbeheer
Alwin Oerlemans – APG
Joeri Potters – Cardano Risk Management
Peter Schotman – Universiteit van Maastricht
Hens Steehouwer – ORTEC Finance BV
Peter Wijn – APG

Vormgeving

B-more Design
Bladvulling, Tilburg

Drukwerk

Prisma Print, Tilburg University

Redactieadres

Netspar, Tilburg University
Postbus 90153, 5000 LE Tilburg
info@netspar.nl

Niets uit deze uitgave mag worden vermenigvuldigd, op welke wijze dan ook, zonder voorafgaande toestemming van de auteur(s).

INHOUD

<i>Voorwoord</i>	7
<i>1. Inleiding</i>	11
<i>2. Drie typen pensioenrechten gedefinieerd</i>	15
<i>3. Voor- en nadelen van de drie typen pensioenrechten</i>	21
<i>4. Typering van mogelijke invullingen van het pensioencontract</i>	36
<i>5. Toezicht op individuele harde rechten</i>	44
<i>6. Toezicht op individuele zachte rechten</i>	47
<i>7. Toezicht op collectieve buffers en de marktwaarde van individuele rechten</i>	52
<i>8. Conclusies</i>	57
<i>Referenties</i>	58

VOORWOORD

Netspar stimuleert debat over de gevolgen van vergrijzing voor het (spaar-)gedrag van mensen, de houdbaarheid van hun pensioenen en het overheidsbeleid. Doordat veel van de babyboomers met pensioen gaan, zal het aantal 65-plussers in de komende decennia snel toenemen. Meer in het algemeen leven mensen gezonder en langer en krijgen gezinnen steeds minder kinderen. Vergrijzing staat vaak in een negatief daglicht, want het aantal 65-plussers zou wel eens kunnen verdubbelen ten opzichte van de bevolking tussen 20 en 65 jaar. Kan de werkende beroepsbevolking dan nog wel het geld opbrengen voor een groeiend aantal gepensioneerden? Moeten mensen meer uren maken tijdens hun werkzame periode en later met pensioen gaan? Of moeten de pensioenen worden gekort of de premies worden verhoogd om het collectieve pensioen betaalbaar te houden? Moeten mensen worden aangemoedigd zelf veel meer verantwoordelijkheid te nemen voor het eigen pensioen? En wat is dan nog de rol van de sociale partners in het organiseren van een collectief pensioen? Kunnen en willen mensen eigenlijk wel zelf gaan beleggen voor hun pensioen of zijn ze graag bereid dat aan pensioenfondsen over te laten? Van wie zijn de pensioengelden eigenlijk? En hoe kan een helder en eerlijk speelveld voor pensioenfondsen en verzekeraars worden gedefinieerd? Hoe kunnen collectieve doelstellingen als solidariteit en meer individuele wensen worden verzoend? Maar vooral: hoe kunnen de voordelen van langer en gezonder leven worden benut voor een meer gelukkige en welvarende samenleving?

Om allerlei redenen is er behoefte aan debat over de gevolgen van vergrijzing. We weten niet altijd precies wat de gevolgen van vergrijzing zijn. En de gevolgen die wel wel goed kunnen inschatten, verdienen het om bekend te worden bij een groter publiek. Belangrijker is natuurlijk dat veel van de keuzen die moeten worden gemaakt een politieke dimensie hebben en daarover is debat hard nodig. Het gaat immers om maatschappelijk zeer relevante en actuele vraagstukken waar, in de meest letterlijke zin, jong en oud mee worden geconfronteerd.

Om die redenen heeft Netspar de Design Papers ingesteld. Een Netspar Design Paper analyseert een component van pensioenproduct of een aspect van een pensioenstelsel. Te denken valt bijvoorbeeld aan het beleggingsbeleid, aan de vormgeving van de uitbetalingsfase, aan het omgaan met onzekere levensverwachting, het gebruik van de eigen woning voor de pensioenvoorziening, de communicatie met de deelnemers, het keuzemenu voor de deelnemer, governance modellen, toezichtmodellen, evenwicht tussen kapitaaldekking en omslag, een flexibele arbeidsmarkt voor ouderen en de pensioenvraag in heterogene populaties. Een Netspar Design Paper analyseert de doelstelling van een product of een aspect van het pensioenstelsel en onderzoekt mogelijkheden om de werking ervan te verbeteren. Een Netspar Design Paper richt zich vooral op specialisten in de sector die verantwoordelijk zijn voor het ontwerp van de component.

Henk Don

Voorzitter van de Netspar Redactieraad.

Affiliaties

Theo Nijman: hoogleraar econometrie van de financiële markten aan Tilburg University en wetenschappelijk directeur van Netspar

Lans Bovenberg: hoogleraar economie aan Tilburg University en Netspar hoogleraar

De auteurs danken twee anonieme referenten voor waardevol commentaar op een eerdere versie.

BOUWSTENEN VOOR NIEUWE PENSIOENCONTRACTEN EN UITDAGINGEN VOOR HET TOEZICHT DAAROP

1. Inleiding

In juni 2010 hebben de sociale partners een akkoord gesloten over de aanpassingen van de arbeidspensioenen in de tweede pijler die in hun ogen noodzakelijk zijn. Dit akkoord is in juni 2011 verder uitgewerkt. Het akkoord heeft de doelstelling om de pensioencontracten, uitgaande van een stabiele kostendekkende premie, aan te passen aan de stijgende levensverwachting en ze bestand te maken tegen ontwikkelingen op de financiële markten.

Inmiddels zijn verschillende contractvarianten gesuggereerd die aan de wensen van sociale partners tegemoet zouden kunnen komen, al dan niet na belangrijke wijzigingen in de bestaande regelgeving. Dit paper onderscheidt allereerst een aantal kenmerken van mogelijke pensioencontracten. Vervolgens bespreekt het argumenten voor en tegen bepaalde kenmerken. Ten slotte wordt ingegaan op de vraag waar de belangrijkste uitdagingen liggen voor het toezicht op de nieuwe pensioencontracten.

Wij onderscheiden drie typen pensioenrechten:

- Individuele harde rechten
- Individuele zachte rechten
- Collectieve buffers

Harde rechten betreffen garanties, waar alleen in zeer uitzonderlijke omstandigheden van kan worden afgeweken. Collectieve buffers vormen een anoniem vermogen dat schokken in beleggingsrendementen kan opvangen ('egalisatiereserve') en waarmee wederzijdse solidariteit met nog niet op de arbeidsmarkt actieve potentiële deelnemers kan worden vormgegeven. Deze 'collectieve pot' is (nog) niet toegewezen aan individuele deelnemers. Individuele zachte rechten maken waardeoverdracht van zachte rechten mogelijk, evenals differentiatie en keuzevrijheid in de mate van (on)zekerheid. Verder vergroten individuele zachte rechten de transparantie over de risico's waaraan individuele deelnemers blootstaan als uiteindelijke risicodragers van het pensioenfonds.

Het thans meest gangbare Nederlandse pensioencontract kent 'harde' rechten¹ en collectieve buffers. Het wordt gekenmerkt door een spagaat in zowel het toezichtkader als het beleggingsbeleid. Hierbij moeten de tegenstrijdige doelstellingen van het nakomen van nominale garanties en het nastreven van reële ambities tegen elkaar worden afgewogen. De commissies Goudswaard en Frijns hebben daarnaast (i) gewezen op de hoge kosten van garanties; (ii) gepleit voor een toezichtkader en bijbehorend risicomanagement dat meer stuurt op reële ambities en niet uitsluitend op nominale garanties; en (iii) gesuggereerd zachte rechten voor de individuele deelnemer te introduceren.

Het toezicht op pensioencontracten onderscheidt thans premieovereenkomsten (Defined Contribution, DC) en uitkeringsovereenkomsten (Defined Benefit, DB). DC-contracten kennen

1 Wij gaan hierbij uit van onvoorwaardelijke harde rechten en laten afstemming buiten beschouwing. Hiermee kiezen wij voor de harde interpretatie van het huidige 'incomplete' contract. Meer over deze 'verzekeringsinterpretatie' volgt in paragraaf 4.

doorgaans alleen individuele zachte rechten. DB-contracten, daarentegen, worden getypeerd door individuele harde rechten en collectieve buffers. Als in nieuwe contracten ook andere combinaties van rechten kunnen voorkomen, dient het toezicht opnieuw te worden ingericht.² Zo dient het toezicht bijvoorbeeld het begrip dekkingsgraad te verfijnen. In het huidige contract met uitsluitend harde rechten en collectieve buffers vervult het begrip dekkingsgraad namelijk een dubbele rol. Enerzijds meet de dekkingsgraad de toelaatbare solidariteit met toekomstige pensioenopbouw, inclusief die van volgende generaties.³ Anderzijds dient de dekkingsgraad als graadmeter voor de solvabiliteit van het fonds: hiermee wordt de mate gemeten waarin het pensioenfonds in staat is om afgegeven garanties daadwerkelijk waar te maken. Wij stellen in het navolgende voor dat een nieuw toezichtkader deze twee rollen, de solvabiliteitsdekkingsgraad en de solidariteitsdekkingsgraad⁴, expliciet onderscheidt.

De opbouw van dit artikel is als volgt. Paragraaf 2 definieert zowel de begrippen harde en zachte rechten als individuele en collectieve pensioenrechten. Paragraaf 3 gaat in op het onderscheid tussen de drie eerder genoemde typen pensioenrechten en benoemt de voor- en nadelen van elk van de drie typen. Aan de hand van dit onderscheid karakteriseert paragraaf 4 een

- 2 Het nieuwe toetsingskader wordt korthedshalve veelal aangeduid als FTK-2: de opvolger van het bestaande solvabiliteitsregime voor pensioenfondsen, het zogenoemde financieel toetsingskader (FTK).
- 3 Het gaat hier met name om het belasten of subsidiëren van toekomstige pensioenopbouw. Een collectieve buffer kan ook worden benut om fluctuaties in rendementen trendmatig toe te delen aan reeds opgebouwde individuele rechten, om zo de volatiliteit in individuele pensioenrechten te beperken. Verder kan de buffer worden gebruikt om incidenteel extra solidariteitsoverdrachten te verschaffen aan kwetsbare groepen.
- 4 Wellicht is 'egalisatiedekkkingsgraad' een betere naam voor de solidariteitsdekkingsgraad, aangezien collectieve buffers vooral dienen om individuele pensioenrechten te beschermen tegen volatiliteit.

aantal mogelijke invullingen van nieuwe pensioencontracten die een rol hebben gespeeld in het beleidsdebat. De drie volgende paragrafen bespreken de uitdagingen voor het toezicht op de verschillende typen pensioenrechten: het toezicht op individuele harde rechten (paragraaf 5), dat op individuele zachte rechten (paragraaf 6) en het solidariteitstoezicht op collectieve buffers (paragraaf 7). De afsluitende paragraaf 8 zet de belangrijkste conclusies van deze analyse op een rij.

2. Drie typen pensioenrechten gedefinieerd

Deze paragraaf definieert de drie typen pensioenrechten die in de inleiding zijn geïntroduceerd: individuele harde rechten, individuele zachte rechten en collectieve buffers. De drie typen leiden tot verschillende toezichtvereisten.

Individuele harde pensioenrechten

We spreken van *individuele harde pensioenrechten* als aan de volgende voorwaarden is voldaan:

- Er is sprake van een periodieke uitkering tot aan het tijdstip van overlijden. De hoogte van de uitkering ligt vast in euro's (nominale uitkering) of in koopkrachteenheden waarbij de index voor de koopkracht a priori is gespecificeerd (reële uitkering).⁵ De periodieke uitkering is derhalve onvoorwaardelijk.⁶
 - De ingangsdatum van het recht op periodieke uitkering wordt niet bepaald door aandelenrendementen, rentestanden, inflatieverwachtingen of andere ontwikkelingen op financiële markten.
 - Het beleid van de pensioenuitvoerder (pensioenfonds of verzekeraar) wordt zo vorm gegeven dat alleen in geval van faillissement rechten kunnen worden gekort ('ultimum remedium').
- 5 Er kan ook sprake zijn van een koppeling van de periodieke uitkering aan een loonindex. Daarnaast kan ook aan andersoortige garanties worden gedacht, zoals garanties op een bepaald jaarlijks rendement of een bepaald op te bouwen kapitaal. CEIOPS (en haar rechtsopvolger EIOPA) denkt na over regelgeving voor dergelijke producten, die vooral worden aangeboden door verzekeraars. Zie hiervoor CEIOPS (2010).
- 6 Bij een *onvoorwaardelijke* nominale uitkering is de reële waarde van de uitkering *voorwaardelijk* ten opzichte van de (onzekere) hoogte van de inflatie. Onvoorwaardelijkheid in de ene dimensie betekent daarom voorwaardelijkheid in de andere dimensie. De hardheid van een recht is dus altijd gedefinieerd met betrekking tot een bepaalde deflator of numeraire.

- Bij verandering van werkgever kunnen deze pensioenrechten tegen marktwaarde⁷ worden overgedragen naar een nieuwe pensioenregeling.

Merk op dat deze definitie van harde rechten niet veronderstelt dat de ingangsdatum van het toegekende recht op uitkering vastligt. Deze datum kan afhangen van de onzekere ontwikkeling van de levensverwachting. Zo vertaalt een verandering van de levensverwachting zich niet noodzakelijkerwijs direct door in zelfde veranderingen in de lengte van de periode waarover de uitkering naar verwachting zal worden uitgekeerd. De manier waarop de ingangsdatum varieert met veranderingen in sterftecijfers ligt wel vast bij harde rechten, bijvoorbeeld door de lengte of de kosten van de verwachte uitkeringsperiode.⁸ In deze zin zijn harde rechten ook 'hard' met betrekking tot veranderingen in levensverwachting.

Vanzelfsprekend sluit deze definitie van harde rechten niet uit dat de deelnemer kan kiezen een lagere uitkering eerder, of een hogere uitkering later, in te laten gaan. De definitie staat tevens toe dat de uitkering toe- of afneemt tijdens de uitkeringsfase. Het onderscheid in nominale of reële harde uitkering sluit aan bij de bestaande regelgeving. De formulering sluit echter wel uit dat de hoogte van de uitkering afhangt van veranderingen in de gemiddelde levensverwachting of van ontwikkelingen op financiële

7 Als garanties gekoppeld zijn aan risicofactoren die niet verhandeld worden op financiële markten (denk aan Nederlandse (loon)inflatie of langlevenrisico), dan is deze marktwaarde is niet objectief te bepalen uit waargenomen marktprijzen. In dat geval zal men de marktwaarde moeten benaderen met rekenregels die gebaseerd zijn op modellen waarin subjectieve aannames een rol spelen. Een mogelijkheid is om reële garanties te waarderen door alleen de kosten van compensatie voor verwachte inflatie in de berekening mee te nemen.

8 De Waegenaere, Paulis en Stigter (2011) bespreekt de effecten van verschillende alternatieven voor deze koppeling

markten. Hierdoor ligt het langlevensrisico tijdens de uitkeringsfase niet bij de deelnemer. Ten slotte wordt in de definitie verondersteld dat het niet mogelijk is om pensioenrechten gedeeltelijk om te zetten in liquide vermogen.

Individuele zachte pensioenrechten

We spreken van *individuele zachte pensioenrechten* als voldaan wordt aan de volgende voorwaarden:

- Er is sprake van een periodieke uitkering tot aan het tijdstip van overlijden. De hoogte van deze uitkering wordt bepaald door objectiveerbare grootheden, zoals de behaalde aandelenrendementen, de rente, de (loon)inflatie en inschattingen van de toekomstige gemiddelde levensverwachting.⁹ De nominale en reële waarden van de uitkering zijn daarmee voorwaardelijk ten opzichte van andere, onzekere, variabelen.¹⁰ Deze voorwaardelijkheid wordt vooraf zo volledig mogelijk omschreven, zodat er sprake is van een compleet contract.

Het bestuur kan slechts in beperkte mate rendement aan de onderliggende beleggingen onttrekken om de gevolgen van discretionaire bestuursbesluiten te financieren.¹¹ Ook het

9 Merk op dat de uitkering afhankelijk kan zijn van de ontwikkeling van niet-verhandelbare risico's zoals het langlevensrisico of inflatierisico. Actieven kunnen zo bijvoorbeeld garant staan voor toename van de gemiddelde levensverwachting of oplopende inflatie na pensionering. Deze risicodeling binnen het pensioenfonds heeft een belangrijke toegevoegde waarde.

10 Merk tevens op dat deze definities worden voorgesteld voor het arbeidsgerelateerde pensioen (de tweede pijler). In geval van individuele pensioenopbouw (de derde pijler) kan er in fiscale zin ook sprake zijn van pensioen als er geen uitkering tot overlijden wordt geboden. Dit laatste is het geval bij banksparen.

11 Daarmee is er ook bij zachte rechten sprake van harde verdelingsregels: de voorwaardelijkheid van de uitkeringen is hard in de zin dat de voorwaardelijkheden vooraf zijn beschreven in vaste regels. Daarom spreken we ook van individuele rechten. Een ander onderscheid tussen harde en zachte rechten dan hetgeen wij in dit artikel hanteren is gebaseerd op de discretie van het bestuur om rechten aan te passen door achteraf verdelingsregels en beleggingsbeleid

collectieve beleggingsbeleid moet passen bij de gecommuniceerde voorwaardelijkheid.

- De risico's voor de reële uitkering die het gevolg zijn van deze voorwaardelijkheden worden helder gecommuniceerd. Dit geldt zowel ex ante (voordat de uitkomst van deze risico's bekend is) als ex post (nadat risico's zich hebben gerealiseerd). Risico's vertalen zich dus direct op de balans van de deelnemers: er wordt direct afgerekend.
- Bij verandering van werkgever kunnen deze pensioenrechten tegen marktwaarde¹² worden overgedragen naar een nieuwe pensioenregeling.

Deze definitie van zachte rechten laat twee verschillende invullingen toe. Zo spreekt de definitie zich niet uit over de mate waarin een rechthebbende invloed kan uitoefenen op de risicokarakteristieken van het onderliggend pensioenvermogen. In sommige voorgestelde contracten kunnen de individuele zachte rechten direct worden gerelateerd aan individueel eigendom van een

te veranderen die vooraf zijn gecommuniceerd. Volgens dit alternatieve onderscheid is er bij zachte rechten sprake van discretie van het bestuur om deze rechten achteraf aan te passen aan bepaalde ontwikkelingen *zonder* dat deze voorwaardelijkheid vooraf is gecommuniceerd. Bij harde rechten dient het bestuur volgens de alternatieve definitie individuele eigendomsrechten te respecteren.

Onze definitie van zachte rechten maakt het mogelijk om te spreken van zowel zachtheid (dat wil zeggen, voorwaardelijkheid ten opzichte van ontwikkelingen in de externe omgeving) als van individuele rechten (omdat de discretie van het bestuur beperkt is en het individu daardoor diens rechten kan laten gelden). In termen van de alternatieve definitie zijn rechten die wij onder zachte rechten scharen dus 'hard'. In onze definitie is het onderscheid tussen harde en zachte rechten gebaseerd op de aard van de variabelen waarvan de nominale of reële uitkering afhankelijk is, niet van de mogelijkheid van het bestuur om deze afhankelijkheid achteraf te wijzigen.

¹² Ook hier is de eerdere opmerking in voetnoot 8 van belang dat in het geval van niet-verhandelbare risico's geen objectieve marktprijzen beschikbaar zijn.

bepaalde beleggingsportefeuille en aan een beleggings-, premie- en uitkeringsbeleid dat hieraan gerelateerd is.

In andere contracten is sprake van inschattingen van individuele periodieke uitkeringen die evenwel verhoogd of verlaagd kunnen worden afhankelijk van ontwikkelingen in objectieveerbare grootheden die echter niet noodzakelijkerwijs alleen samenhangen met verhandelbare financiële titels. Veelal zal daarbij sprake zijn van toeslagen of kortingen afhankelijk van de (loon) inflatie en de stand van een dekkingsgraad, dus van de verhouding tussen de waarde van het beschikbare vermogen en die van het vermogen dat nodig is om de geprojecteerde uitkeringen te realiseren. Zachte individuele pensioenrechten kunnen dus goed samen gaan met risicosolidariteit waarbij rechten mede afhankelijk zijn van risico's die binnen het fonds worden gedeeld. Naast deze verzekeringssolidariteit kan ook overdrachtssolidariteit goed samengaan met individuele rechten, aangezien de waarde van de ingelegde premies niet overeen hoeft te komen met de waarde van de zachte aanspraken die worden opgebouwd.

Collectieve buffers

In alle gevallen die niet door de bovenstaande definities worden gedekt is er sprake van collectieve buffers. Binnen deze collectieve buffers kunnen twee verschillende typen collectieve rechten worden onderscheiden. Bij de eerste vorm liggen de verdelings- en opbouwregels van de collectieve buffers vast. Deze vorm ligt dicht bij individuele zachte rechten, in de zin dat de rechten en plichten van de verschillende partijen van te voren helder zijn beschreven. Anders dan bij individuele rechten kunnen de individuele claims op de collectieve buffer niet worden meegenomen naar een ander pensioenfonds. Er is geen sprake van waardeoverdracht. Gerealiseerde risico's worden ook niet direct doorge-

geven en gecommuniceerd naar de individuele deelnemers, maar worden eerst opgevangen op de balans van het pensioenfonds. Aangezien de risico's niet vooraf hoeven te worden gecommuniceerd, heeft het pensioenfondsbestuur meestal een grotere vrijheid bij het kiezen van het beleggingsbeleid voor de collectieve rechten dan voor de individuele rechten.

In de tweede vorm van collectieve pensioenrechten zijn de verdelingsregels niet vooraf vastgelegd en beschikt het bestuur over meer discretie om de collectieve buffer te verdelen over de verschillende deelnemers. Welke individuele rechten men kan ontlenen aan de collectieve buffer is in dit geval onduidelijk.¹³

13 De genoemde vormen van rechten die men kan ontlenen aan collectieve buffers bepalen twee uitersten waartussen ook andere vormen mogelijk zijn. Zo kunnen verdelingsregels worden vastgelegd door middel van staffels, waarvan het bestuur alleen goed gemotiveerd mag afwijken ('comply or explain'). Een staffel functioneert dan als een 'default'. Men kan de verschillende collectieve rechten tevens onderscheiden door de mate waarin het beleggingsbeleid vooraf vastligt om een bepaalde voorwaardelijkheid van de uiteindelijke uitkering te bereiken.

3. Voor- en nadelen van de drie typen pensioenrechten

Individuele harde en zachte rechten hebben, evenals collectieve rechten, elk hun voor- en nadelen. Deze paragraaf zet de belangrijkste op een rij.

3.1 Individuele harde rechten

Voor individuele harde rechten:
Mensen willen zekerheid
Continuïteit en invaren van oude rechten
Toezegging transparant en communiceerbaar
Toezicht eenvoudiger en objectiever
Tegen individuele harde rechten:
Garanties zijn duur
Reële garanties niet belegbaar
Nominale garanties kwetsbaar voor inflatierisico
Garanties beperken flexibiliteit bestuur pensioenfondsen
Ultieme garantie bestaat niet

Tabel 1. Argumenten voor en tegen garanties

De bovenstaande tabel bevat de voor- en nadelen van garanties. Deze worden hieronder uitgewerkt, waarbij we beginnen met de voordelen.

Mensen willen zekerheid

Een eerste belangrijk argument voor garanties is dat veel mensen graag zekerheid willen en dat ze ook aangeven bereid te zijn voor deze zekerheid te betalen.¹⁴ Het gaat hierbij met name om nominale zekerheid: mensen zijn er bij voorkeur van verzekerd dat ze tijdens hun pensioen een bepaald geldbedrag ontvangen.

¹⁴ Zie DNB (2010) en Van Rooij e.a. (2007). De onderzoekers plaatsen hierbij wel de kanttekening dat het onduidelijk is of deelnemers beseffen dat de huidige pensioencontracten slechts nominale garanties nastreven en dat reële garanties kostbaar zijn.

Zelfs wanneer deze garanties onaantrekkelijk zijn vanwege het openstaande inflatierisico, is het soms moeilijk aan mensen uit te leggen dat ze wellicht geen garanties zouden moeten willen.¹⁵ De nominale garanties kunnen jongere deelnemers een veilig gevoel geven, ook al is de economische waarde, en daarmee de kosten van deze garanties, beperkt door de uithollende werking van de inflatie op de reële waarde van deze garanties. Nominale in plaats van reële garanties kunnen op deze manier wel voorkomen dat met name jongere deelnemers te weinig risico nemen doordat ze hun flexibiliteit om risico's op te vangen onderschatten.¹⁶ Geldillusie compenseert zo in feite deze risico-illusie.

Continuïteit en het invaren van oude rechten

Voor het draagvlak voor het Nederlands pensioenstelsel is het belangrijk dat het stelsel geleidelijk evolueert en er geen revolutionaire breuk optreedt met het verleden. In het bijzonder geldt dat wanneer rechten onder het oude systeem worden omgezet ('ingevaren') in het nieuwe systeem, mensen veelal wat zij als harde aanspraken opvatten geheel of gedeeltelijk willen behouden in het nieuwe systeem. Door pensioenfondsen in staat te stellen met terugwerkende kracht harde rechten om te zetten in zachte rechten, gaat het draagvlak voor het stelsel mogelijk verloren en loopt de overheid het risico op schadeclaims van de deelnemers.

- 15 In de Pensioenbarometer 2011 van Montae/GFK is gevraagd of men een voorkeur had voor een gegarandeerd nominaal pensioenbedrag of voor een minder zeker bedrag dat wel met grote kans gelijke tred houdt met de (loon)inflatie. Een kleine meerderheid koos voor de tweede optie.
- 16 Deze irrationele risicoaversie staat in de literatuur bekend als myopische verliesaversie ('*myopic loss aversion*', zie Bernatzi en Thaler (1995)). Het vermogen om schokken op te vangen is vooral bij macroschokken aanzienlijk: mensen meten vaak hun welvaart af aan die van hun sociale omgeving en macroschokken treffen ook deze omgeving.

Toezegging transparant en communiceerbaar

Een ander voordeel van (nominale) garanties is dat de aanspraken eenvoudig kunnen worden gecommuniceerd. De individuele eigendomsrechten zijn transparant gedefinieerd en kunnen eenduidig worden gewaardeerd bij waardeoverdracht. In nominale termen hoeft niet gecommuniceerd te worden over waarschijnlijke uitkomsten maar over zekerheid. Als er sprake is van nominale garanties vormt het informeren van de deelnemers over het belang van het langlevensrisico (tijdens de opbouwfase) en (loon)inflatierisico's de belangrijkste communicatieve uitdaging. Hiervan moeten vaak subjectieve inschattingen worden gemaakt. In het geval van zachte rechten is de uitdaging nog groter omdat ook de mogelijke invloed van onzekere financiële markten op de uitkering moet worden uitgelegd.

Toezicht eenvoudiger en objectiever

Een laatste sterk punt van garanties wordt gegeven door de disciplinerende werking die ze hebben op het beleggingsbeleid. Garanties begrenzen daarbij het toekomstige beleggingsbeleid omdat het mismatch-risico moet worden beperkt. Dit maakt toezicht op het beleggingsbeleid eenvoudiger, bovendien is er al uitgebreide ervaring opgedaan met regelgeving ten aanzien van het nakomen van garanties. Voor zover garanties kunnen worden belegd met verhandelde activa, kan prudentieel toezicht ten slotte worden gebaseerd op objectieve, waarneembare marktprijzen.

Garanties zijn duur

Een belangrijk argument tegen garanties is dat garanties duur zijn. Dat geldt zeker als garanties harder worden dan ze nu zijn omdat het FTK wordt aangescherpt voor harde nominale toezeg-

gingen. Het is juist vanwege de uitruil tussen kosten, ambitie en zekerheid dat de commissie Goudswaard (2010) gewezen heeft op de mogelijkheid om door de introductie van meer zachte rechten de kosten(stijging) te beperken zonder de pensioenambitie te zeer aan te tasten. Het nemen van substantieel beleggingsrisico is belangrijk om pensioenen betaalbaar te houden. Dat betekent dat als er garanties worden gegeven, deze van een beperkte omvang moeten zijn. Daar komt bij dat mensen vanwege hun korte-termijn horizon en een beperkte blik vaak te risicoavers zijn omdat ze hun mogelijkheden onderschatten om zich aan te passen aan macroschokken die ook de rest van de bevolking treffen. Deze kenmerken staan in de literatuur bekend onder myopic loss aversion en door de deelnemers niet voorziene (external en internal) habit formation.

Reële garanties niet belegbaar

Een tweede bezwaar tegen garanties is dat niet alle gewenste garanties belegbaar zijn. Zo zijn bijvoorbeeld reële garanties en langlevengaranties zeker voor grote fondsen moeilijk te matchen op financiële markten. Het is niet of nauwelijks mogelijk om Nederlandse inflatierisico's te beleggen. Hetzelfde geldt voor het risico op veranderingen in de levensverwachting.

Nominale garanties kwetsbaar voor inflatierisico

Terwijl deelnemers in eerste instantie wellicht tevreden zijn met nominale garanties vanwege een zekere mate van geldillusie, kunnen ze zich achteraf bekocht voelen wanneer inflatie de reële waarde van hun nominale garantie uitholt. Nominale garanties blijken dan in termen van koopkracht zachte garanties, waardoor het achteraf gezien schijn garanties zijn. Goede communicatie zal deelnemers vooraf duidelijk moeten maken dat nominale garan-

ties kunnen samengaan met onzekere 'replacement rates'¹⁷ en onzekere koopkracht. Dit betekent dat de deelnemers moeten worden geïnformeerd dat de koopkracht van de uitkeringen laag kan uitvallen in scenario's waarin de inflatie toeneemt.

Nominale garanties kunnen leiden tot een beleggingsbeleid dat uiteindelijk niet in het belang is van de deelnemer. Dit komt doordat (loon)inflatierisico's blijven openstaan, waardoor deelnemers achteraf te maken kunnen krijgen met lage replacement rates. Het matchen van de nominale verplichtingen vereist immers dat de fondsen beleggen in nominale obligaties met een lange 'duration'. Hierdoor worden ze mogelijk met een aanzienlijk inflatierisico geconfronteerd.

Nominaal sturen kan ook betekenen dat wanneer een oplopende inflatie wordt verwacht, er veel wordt uitgedeeld aan oudere generaties. Stijgende nominale dekkingsgraden suggereren dan dat fondsen rijk zijn, terwijl ze eigenlijk meer vermogen nodig hebben om de koopkracht van de pensioenen van jongere deelnemers op peil te houden.

Garanties beperken flexibiliteit bestuur

Garanties leggen het toekomstige beleid in belangrijke mate vast. Dit ontnemt het bestuur mogelijkheden om flexibel in te spelen op veranderende omstandigheden, bijvoorbeeld door aanpassing van het beleggingsbeleid of herverdeling van middelen tussen verschillende deelnemers. Dit gebrek aan beoordelingsvrijheid van het bestuur kan echter ook als een voordeel van garanties worden gezien. Dit is het geval wanneer het bestuur het

17 De replacement rate (vervangingsratio) is de verhouding tussen het pensioeninkomen na pensionering en direct daarvoor. Bij een nominale belegging van pensioenvermogen wordt deze verhouding aangetast door inflatie omdat het inkomen voor pensionering zal meestijgen, terwijl het pensioeninkomen dit niet doet.

mismatch-risico niet goed kan inschatten, of het de belangen van de verschillende betrokken partijen niet evenwichtig behandelt.

De ultieme garantie bestaat niet

Een mogelijk bezwaar tegen garanties is ten slotte dat de ultieme garantie niet bestaat. Zelfs als het beleggingsbeleid van het pensioenfonds geheel gericht is op het nakomen van afgegeven nominale garanties (door deze garanties geheel te matchen met nominale beleggingen met dezelfde 'duration'), kan afstempelen als ultimum remedium niet worden uitgesloten. Overheidsobligaties blijken mogelijk onveilig en ook verzekeraars kunnen failliet gaan, bijvoorbeeld als gevolg van langlevenschokken. Verder kan de mate van hardheid variëren en blijken rechten die als 'hard' worden gecommuniceerd uiteindelijk toch zacht te zijn omdat het beleggingsbeleid niet volledig is gericht op het matchen van de harde verplichtingen.

3.2 Individuele zachte rechten

Voor individuele zachte rechten:
Houden pensioenambitie betaalbaar
Stimuleren faire waardeoverdracht
Maken maatwerk bij afruil ambitie en zekerheid mogelijk
Transparantie en individueel risicomanagement
Tegen individuele zachte rechten:
Moeilijk te definiëren, communiceren en waarderen
Inschatting uitkomst afhankelijk van vele subjectieve elementen
Beperken discretie bestuur pensioenfonds

Tabel 2. Argumenten voor en tegen individuele zachte rechten

De voor- en nadelen van individuele zachte rechten worden samengevat in de bovenstaande tabel en hieronder uitgewerkt. We beginnen weer met de voordelen en benoemen daarna de nadelen.

Houden pensioenambitie betaalbaar

Allereerst houden zachte rechten de pensioenambitie betaalbaar. Meer zachte rechten betekent een hogere disconteringsvoet in de kostendekkende premie en daardoor een lagere premie bij hetzelfde verwachte pensioen. Uiteraard heeft dit als keerzijde dat deelnemers ook met meer risico worden geconfronteerd.

Stimuleren faire waardeoverdracht

Een belangrijk bezwaar tegen collectieve zachte rechten behelst dat deze niet kunnen worden overgedragen bij vertrek naar een andere werkgever. Als uitsluitend harde rechten worden overgedragen en zachte rechten een relatief groot deel van de totale pensioenopbouw uitmaken, kan dit de arbeidsmobiliteit verstoren. Men kan er vanzelfsprekend voor kiezen als slaper rechten bij het pensioenfonds van de vorige werkgever te laten staan. Dat leidt echter tot additionele administratieve kosten en verzwakt de prikkel voor werkgevers om huidige werknemers door middel van extra premiestortingen aan zich te binden. Doordat individuele zachte rechten wel kunnen worden overgedragen, vermijden zij deze verstoringen van de arbeidsmarkt.

Maken maatwerk bij afruil ambitie en zekerheid mogelijk

Individualisering van zachte rechten heeft als voordeel dat het risico dat met het vermogen van fondsen gelopen wordt, kan worden afgestemd op de voorkeuren en omstandigheden van de betrokken individuen. Ook zijn vormen van individuele keuzevrijheid mogelijk ten aanzien van wel of niet blootstaan aan bepaalde risico's. Nu risico's steeds nadrukkelijker worden gedragen door individuele deelnemers adviseert het pensioenakkoord van juni 2010 om deze mogelijkheden voor individuele keuze-

vrijheid te onderzoeken.¹⁸ Uiteraard is het daarbij van belang om individuen alleen te confronteren met keuzes die ze kunnen overzien, en hen te helpen bij het maken van verantwoorde keuzes met behulp van door het bestuur te specificeren 'defaults'.

Transparantie en individueel risicomanagement

Het individualiseren van zowel harde als zachte rechten is essentieel om deelnemers inzicht te geven in mogelijke individuele pensioenuitkomsten en hen te helpen bij individueel risicomanagement. Individuele zachte rechten kunnen wederzijdse solidariteit tussen groepen in het fonds zichtbaar maken. Een voorbeeld hiervan is de garantie tegen langlevensrisico voor ouderen. De aangroei van de waarde van de individuele zachte rechten wordt dan niet alleen bepaald door de beleggingsrendementen, maar ook door solidariteitsafspraken binnen het fonds. Individuele rechten kunnen dus goed samengaan met overdrachtsolidariteit en risicosolidariteit.

Drie argumenten tegen individuele zachte rechten

Een belangrijk argument tegen zachte rechten hangt samen met de complexiteit van de taak de exacte individuele aanspraken werkelijk compleet te definiëren, communiceren en waarderen in het licht van de vele onzekerheden en voorwaardelijkheden. De inschatting van de stochastiek van de uitkeringen, en het gedragstoezicht dat hierbij hoort, zijn bovendien afhankelijk van subjectieve inschattingen van verwachte economische ontwikkelingen, volatiliteit en correlaties.

Individuele eigendomsrechten beperken verder de discretie (beleidsvrijheid) van het pensioenfondsbestuur om over middelen

¹⁸ Een recente enquête van DNB laat zien dat hiervoor ook steun is bij de deelnemers. Zie DNB (2010).

te beschikken en het beleggingsbeleid aan te passen aan onvoorziene ontwikkelingen. Ten slotte stellen sommigen dat solidariteit ook te transparant kan worden en het draagvlak hiervoor onder jongere deelnemers kan uithollen als zij inzicht krijgen in de risico's die zij daadwerkelijk dragen. Wanneer de overdrachtssolidariteit vermindert, kan ook de grote verplichtstelling onhoudbaar blijken.

3.3 Collectieve buffers

Voor collectieve buffers:
Risicodeling met toekomstige generaties
Beperken fluctuaties in gerapporteerde individuele rechten
Vergroten discretionaire ruimte voor bestuur
Betrekken menselijk kapitaal jongeren in risicodeling
Tegen collectieve buffers:
Risicodeling toekomstige generaties vereist streng toezicht
Beperken transparantie individuele risico's
Vergroten politieke risico's
Belasten arbeidsvoorwaardenruimte en verstoren arbeidsmobiliteit

Tabel 3. Voor- en nadelen van collectieve buffers

De voor- en nadelen van collectieve buffers zijn samengevat in tabel 3. Collectieve buffers kennen een aantal voordelen, die we hieronder bespreken.

Risicodeling met toekomstige generaties

Door de buffer te laten fluctueren, kan een deel van de risico's op financiële markten worden gedeeld met toekomstige generaties. In goede tijden worden buffers opgebouwd en nagelaten aan toekomstige generaties. In slechte tijden worden deze buffers afgebouwd en kunnen uiteindelijk zelfs tekorten ('negatieve buffers') worden nagelaten. Het doorschuiven van risico's naar de toekomst maakt het mogelijk om huidige risico's te verevenen

(“uit te smeren”) over niet alleen de huidige deelnemers maar ook toekomstige generaties.

Deze risicodeling tussen generaties is zonder verplichte deelname moeilijk te realiseren, maar verhoogt in potentie de kwaliteit van de pensioenuitkomst. De economische intuïtie achter het verdelen van macro-economische risico's tussen niet-overlappende generaties is dat dit de diversificatie van risico's verbetert. Risico's worden namelijk gespreid over een groter aantal generaties dan in financiële markten, waarin alleen overlappende generaties met elkaar kunnen handelen.¹⁹

Beperken fluctuaties in gerapporteerde individuele rechten

Een ander voordeel van collectieve buffers is dat ze de volatiliteit van de financiële markten opvangen. Hierdoor wordt voorkomen dat individuele pensioendeelnemers te weinig risico nemen doordat ze zich te veel laten leiden door tijdelijke fluctuaties in hun pensioenvermogen. Het beperken van gerapporteerde individuele fluctuaties heeft wel als keerzijde dat er soms fors moet worden bijgestuurd in de communicatie.

Vergroten discretionaire ruimte pensioenfondsbestuur

Als derde voordeel verschaffen collectieve buffers pensioenfondsbesturen de mogelijkheid om groepen deelnemers te verzekeren tegen schokken die niet vooraf kunnen worden voorzien (en daarom niet kunnen worden opgenomen in beleidsregels). Men kan de discretionaire bevoegdheid van het bestuur zien als een verzekering tegen onvoorziene risico's die niet wordt verhandeld

19 De schattingen van de omvang van de potentiële welvaartswinsten van het betrekken van toekomstige generaties bij de risicodeling lopen sterk uiteen. Toch kunnen deze aanzienlijk zijn, met name wanneer het premie-instrument ook als stuurvariabele wordt benut. Zie Mehlkopf e.a. (2011) voor een overzicht van de resultaten uit de literatuur.

op financiële markten. Het pensioenfondsbestuur heeft daarbij een grote beleidsvrijheid bij het beleggen van de collectieve buffer.

Betrekken menselijk kapitaal jongeren in risicodeling

Als laatste voordeel noemen we de mogelijkheid die collectieve buffers bieden voor pensioenfondsen om schokken geleidelijk op te vangen door herstellpremies op arbeidsinkomen te heffen. Op deze manier kunnen fondsen ook het collateraal van menselijk kapitaal van jongere generaties in de risicodeling betrekken. In financiële markten kan menselijk kapitaal niet of nauwelijks als collateraal worden gebruikt vanwege de beperkte aansprakelijkheid van burgers met onvoldoende financieel vermogen.

Dit argument is enigszins verzwakt nu de reikwijdte van het premie-instrument is beperkt door de afspraak van de sociale partners in het pensioenakkoord dat de pensioenambities voortaan moeten passen in de huidige premieruimte. Meer in het algemeen impliceert de vergrijzing dat het relatieve belang van toekomstig menselijk kapitaal afneemt als deel van het totale risicodraagvlak.

Naast de bovengenoemde voordelen hebben collectieve buffers ook een aantal nadelen.

Risicodeling toekomstige generaties vereist streng toezicht

Risicodeling met toekomstige generaties stelt hoge eisen aan het toezicht om te voorkomen dat fondsen in de verleiding komen om tekorten voor zich uit te schuiven. Hierdoor krijgt een kapitaaldeckingsstelsel in feite de trekken van een omslagstelsel. Daarentegen kan dit toezicht fondsen ook beperken in hun moge-

lijkheden om de spreiding van schokken over de levenscyclus te optimaliseren.

De ambitie van de pensioensector om risico's te delen met toekomstige generaties heeft dus als prijs dat de overheid zich via publieke regulering intensief bemoeit met de private pensioenen. De overheid beschermt op deze wijze de belangen van toekomstige generaties. Daarbij wil de overheid voorkomen dat ze wordt opgezadeld met claims van oudere generaties in het geval dat het discontinuïteitsrisico zich onverhoopt zou voordoen in een ondergedekt pensioenfonds. Bij een dekkingstekort bestaat immers het risico dat werkenden en/of de sponsor het fonds opheffen of het pensioencontract veranderen.

Beperkte transparantie individuele risico's

Collectieve buffers maken het moeilijker voor deelnemers om de persoonlijke financiële consequenties van economische schokken te voorzien. Schokken worden immers in eerste instantie opgevangen op de balans van de pensioenfondsen. Op korte termijn zijn er dus weinig veranderingen in het pensioenoverzicht van de deelnemer. De financiële gevolgen voor de deelnemers worden uitgesteld en pas later duidelijk gecommuniceerd: tijdens de herstelperiode is er sprake van geleidelijke aanpassingen van het premiepercentage of van de pensioenrechten. Het opvangen van risico's in collectieve buffers tast daarom de transparantie van het pensioenstelsel aan. Dit bemoeilijkt individueel risicomanagement bij onverwachte schokken.

Door deze risico's op te vangen in collectieve buffers, en niet direct door te geven aan individuele deelnemers, ontstaat tevens het nadeel dat deelnemers de risico's kunnen onderschatten. Dit heeft tot gevolg dat het pensioenfonds gemakkelijk te veel risico neemt. Als namelijk niet duidelijk is wie het risico, dat op collec-

tief niveau wordt genomen, uiteindelijk draagt ("wie de eigenaar is van het risico is"), kunnen pensioenfondsen in de verleiding komen te veel risico te nemen. Ook de commissie Frijns (2010) heeft benadrukt dat pensioenfondsen beter moeten waarborgen dat de hoeveelheid risico verankerd is bij degenen die deze risico's uiteindelijk dragen.²⁰

Als de verdelings- en opbouwregels van de collectieve buffers vooraf helder zijn gespecificeerd, kunnen deze bezwaren worden verzacht door de impliciete claim die deelnemers op de collectieve buffer hebben expliciet te maken. Dit kan bijvoorbeeld door een individueel indexatielabel.

Vergroten politieke risico's

Een derde bezwaar tegen het bufferen van schokken in anonieme collectieve buffers hangt samen met de onduidelijkheid die dit creëert over de eigendomsrechten van het pensioenvermogen. Dit geldt met name wanneer de verdelings- en opbouwregels van de collectieve buffers niet goed vastliggen. Verdelingsconflicten kunnen hierbij het gevolg zijn, waarbij pensioenfondsen, onder druk van hun vergrijzende deelnemersbestand, sociale partners gijzelen om bij dekkingstekorten over de brug te komen met herstelpremies. De CAO-tafel dreigt dan te worden belast door verdelingsproblemen binnen het pensioenfonds. Ook bestaat het gevaar dat grote collectieve buffers die 'van niemand zijn' in goede tijden worden afgeroomd door de overheid of de sociale partners.

²⁰ Zie Frijns, Nijssen en Scholtens (2010).

Belasten arbeidsvoorwaardenruimte en verstoren arbeidsmobiliteit

Het opbouwen van een collectieve buffer vereist een premie-niveau dat hoog is in relatie tot de waarde van opgebouwde individuele pensioenrechten. Pensioenrechten worden dus 'te duur' ingekocht door werknemers, zodat er minder financiële prikkels zijn om actief deel te nemen aan de arbeidsmarkt. Werknemers zullen hierdoor geneigd zijn om minder uren te werken, eerder met pensioen te gaan of actief te worden in de grijze of zwarte economie.

In bedrijfstak- en ondernemingspensioenfondsen kunnen werknemers zich ook via de keuze van hun werkgever onttrekken aan de gevolgen van een pensioencontract. Meer in het algemeen verstoren collectieve buffers de arbeidsmobiliteit. Werknemers zullen sectoren met lage buffers mijden; deze sectoren zullen immers een deel van de arbeidsvoorwaardenruimte benutten om collectieve buffers op te bouwen. Bij hoge buffers is de situatie net andersom; door in deze sector werkzaam te blijven, kan men profiteren van extra rendement.

3.4 De afruil tussen maatwerk en standaardisatie

De conclusie van deze paragraaf luidt dat alle drie typen pensioenrechten hun specifieke voor- en nadelen kennen. Afhankelijk van de karakteristieken van een bepaald fonds, of van een deelnemer (als er sprake is van differentiatie of keuzevrijheid), zou een afweging tussen de voor- en de nadelen anders kunnen uitvallen doordat de omvang van de diverse componenten niet in alle gevallen gelijk is. Dat pleit ervoor om te komen tot regelgeving waarin elk van de drie typen rechten een plaats heeft.

Sociale partners zouden daarnaast aanbevelingen kunnen doen onder welke omstandigheden een bepaald type contract het meest aantrekkelijk is. Decentrale partijen kunnen kiezen om hun specifieke contract aan te passen aan de specifieke kenmerken van de sector, onderneming of beroepsgroep. Er zijn immers nog vele 'knoppen waaraan kan worden gedraaid', zoals de verhouding tussen zachte en harde rechten, de positieve of negatieve omvang die collectieve buffers kunnen aannemen, de regels voor opbouw, uitkeringen, overdracht tussen de typen rechten, en de invulling van het beleggingsbeleid.

Tegenover dit pleidooi voor verscheidenheid en maatwerk staan echter ook belangrijke nadelen van diversiteit. In de eerste plaats beperkt verscheidenheid de transparantie van pensioenen. De meeste mensen vinden pensioenen al ingewikkeld en veel verschillen hierbij tussen sectoren en bedrijven maken pensioenen nog moeilijker te begrijpen. Dit kan een verhoging van de kosten van communicatie tot gevolg hebben. Een tweede bezwaar is dat een grote verscheidenheid de overdraagbaarheid van pensioenrechten bemoeilijkt en de arbeidsmobiliteit kan verstoren. Zo zijn sectoren met relatief veel collectieve buffers aantrekkelijk voor oudere werknemers die afkomstig zijn uit sectoren waarin de zachte rechten geheel geïndividualiseerd zijn. Meer in het algemeen resulteert het pensioensysteem in arbitraire herverdeling als werknemers migreren tussen sectoren met een andere verhouding van individuele en collectieve rechten. Ten slotte kan een grote diversiteit in pensioenregelingen de uitvoeringskosten verhogen.

4. Typering van mogelijke invullingen van het pensioencontract

Inmiddels zijn vele verschillende contractvarianten gesuggereerd die aan de wensen van de sociale partners tegemoet kunnen komen. Een aantal varianten introduceert expliciet individuele zachte rechten en in sommige varianten is niet langer sprake van collectieve buffers of harde garanties. Deze paragraaf karakteriseert een aantal voorbeeldcontracten op basis van de eerder geïntroduceerde driedeling in pensioenrechten. De onderstaande tabel bevat een typologie van de contracttypes.

	Harde rechten	Individuele zachte rechten	Collectieve buffer
Huidig contract: verzekeringsinterpretatie	x		x
Huidig contract: zachte interpretatie		x	x
Defined Ambition		x	x
Leeftijdsafhankelijke rendementsindexatie		x	x
Groeivoetbenadering, gesloten		x	
Groeivoetbenadering, open		x	x
Individueel combicontract	x	x	
Collectief combicontract	x		x
Deense variant combicontract	x		x
FNV Bondgenoten	x	x	x
Individueel DC		x	
Individueel DC met garanties	x	x	

Tabel 4. Typologie van pensioencontracten

Deze uitsplitsing sluit aan bij het onderscheid tussen gesloten en open contracten.²¹ Bij open, in tegenstelling tot gesloten, contracten is er sprake van collectieve buffers. Bij gesloten contracten is de gesommeerde waarde van de individuele aanspraken gelijk aan het totale vermogen in het fonds. In het

²¹ Zie bijvoorbeeld Mehlkopf e.a. (2011).

vervolg van deze paragraaf gaan wij kort in op elk van de bovenstaande contracttypen.

Huidig contract: verzekeringsinterpretatie

Het thans in Nederland meest gangbare pensioencontract is een uitkeringsovereenkomst. Actieve deelnemers, dit zijn de deelnemers voor wie premie wordt betaald, bouwen jaarlijks nieuwe individuele pensioenrechten²² op. Afhankelijk van de verhouding tussen het gehele vermogen van het fonds en de marktwaarde van alle harde verplichtingen, worden de bestaande harde rechten door middel van toeslagen opgehoogd met de (loon)inflatie²³ of een deel daarvan. Het korten van de opgebouwde rechten is een laatste redmiddel ('ultimum remedium') en geen regulier sturingsinstrument. De verzekeringsinterpretatie van het huidige contract beschouwt de opgebouwde rechten daarom als harde rechten.

Huidig contract: zachte interpretatie

Het bestaande financieel toetsingskader (FTK) biedt pensioenfondsen de mogelijkheid om ook in het geval van een reserve tekort omvangrijke beleggingsrisico's te nemen. In dergelijke gevallen worden pensioenfondsen in de gelegenheid gesteld slechts geleidelijk en gedurende een groot aantal jaren in verwachting te herstellen. Het risico dat het pensioenfonds niet herstelt, maar juist verder wegzakt en uiteindelijk zal moeten korten op de nominale rechten, wordt daardoor willens en wetens aanvaard. Veel pensioenfondsen benutten de mogelijk-

22 Strikt genomen is de term 'pensioenaanspraken' juister. We volgen hier het gangbare taalgebruik en spreken van pensioenrechten.

23 Sommige fondsen maken daarbij onderscheid tussen actieve en inactieve deelnemers. Hierbij worden de rechten van de actieve deelnemers verhoogd met de looninflatie en de rechten van de inactieve deelnemers met de prijsinflatie.

heden die de huidige regelgeving biedt. Zij blijven beleggingsrisico's nemen om wanneer de markt herstelt zo snel mogelijk uit het reservetekort te komen en het korten van nominale rechten te voorkomen.

Men kan derhalve betogen dat de fondsen het korten van rechten niet beschouwen als 'ultimum remedium', maar dit afwegen tegen de wens om te profiteren van 'upward potential' en zo de kans te verhogen dat de nominale rechten kunnen worden geïndexeerd. In deze interpretatie van het huidig contract hebben deelnemers dus ook nu uitsluitend zachte rechten. De ontwikkelingen op de financiële markten bepalen daarbij of de (nominale) pensioenuitkomst die in het Uniform Pensioenoverzicht (UPO) wordt aangegeven daadwerkelijk gestand kan worden gedaan. Deze zienswijze leidt tot het oordeel dat er momenteel naast een collectieve buffer sprake is van zachte in plaats van individuele harde rechten. Deze interpretatie van het huidige contract sluit aan bij de praktijk van de meeste grote fondsen.

Defined Ambition

Tamerus bepleit in een aantal publicaties een contractvorm, 'Defined Ambition', waarin naast een collectieve buffer uitsluitend sprake is van individuele zachte rechten.²⁴ Dit is conform de zachte interpretatie van het huidige contract. Defined Ambition verschilt echter van het huidige contract doordat de reële, in plaats van de nominale, dekkingsgraad bepalend is voor eventuele toeslagen of kortingen. Dit heeft het belangrijke voordeel dat wanneer de nominale rente oploopt door toenemende inflatie, het indexatiepotentieel voor jongeren niet wordt uitgehouden door premature toeslagen voor gepensioneerden.

²⁴ Zie Tamerus (2008, 2009, 2011) en Boeijen, Kortleve en Tamerus (2010).

Terwijl een oplopende nominale dekkingsgraad in dergelijke omstandigheden suggereert dat het fonds rijk is, geeft een reële dekkingsgraad die daarbij achterblijft terecht aan dat het fonds bij oplopende inflatieverwachtingen meer geld nodig heeft om de rechten van werkenden te kunnen blijven indexeren. Dit heeft als spiegelbeeld een deflatoire situatie waarin wordt voorkomen dat het fonds zich onterecht arm rekent door zijn verplichtingen in nominale in plaats van reële termen te meten. Meer in het algemeen maakt een reëel kader een einde aan de spagaat in het beleggingsbeleid tussen het afdekken van nominale en reële risico's.

Leeftijdsafhankelijke rendementsexactie

In veel van de voorgestelde zachte pensioencontracten is sprake van verschillen in beleggingsrisico's tussen groepen deelnemers. Een substantieel beleggingsrisico is van belang om pensioentoezeggingen betaalbaar te houden voor de werkenden. Tegelijkertijd zal men gepensioneerden willen beschermen tegen te veel beleggingsrisico's, omdat zij voor hun levensstandaard geheel afhankelijk zijn van hun pensioen en zij weinig mogelijkheden hebben om risico's op te vangen.

Door te werken met leeftijdsafhankelijke rendementstoelagen of rendementsafslagen kan men het beleggingsrisico plaatsen waar dit het best kan worden gedragen. Met toe- en afslagen in plaats van inflatiecompensatie kan er tevens bij lage inflatie krachtig worden gestuurd. Door zowel mee- als tegenvallers voor een relatief groot deel bij werkenden te leggen, ontstaat een contract dat impliciet meer beleggingsrisico's legt bij werkenden in het algemeen en jongere werkenden in het bijzonder.

Mogelijke uitwerkingen van dit zachte contract zijn te vinden in Ponds (2008) en Molenaar en Ponds (2009). Net als in Defined

Ambition wordt ook daar de reële dekkinggraad benut als stuurinstrument en is er sprake van collectieve buffers om rendementsschokken te delen met toekomstige generaties. Eenzelfde systematiek kan ervoor zorgen dat de risico's beperkt worden voor andere groepen dan gepensioneerden, zoals lagere inkomensgroepen.

Groeivoetbenadering

Een andere mogelijkheid om gepensioneerden te beschermen tegen grote jaar-op-jaar schokken in de uitkering is de volgende. Men kan het pensioencontract zo inrichten dat gedurende de uitbetalingsfase slechts sprake is van geleidelijke aanpassing van de uitkering aan vermogensschokken, zoals ook het geval is in het bestaande indexatiemechanisme. In de gesloten collectieve groeivoetbenadering is de jaarlijkse aanpassing van de individuele groeivoet van de uitkering uniform. De benodigde aanpassing wordt zo bepaald dat het beschikbare pensioenvermogen precies voldoende is om de gecommuniceerde pensioenresultaten te kunnen realiseren. Er is dan sprake van individuele zachte rechten maar niet van een collectieve buffer. In de open collectieve groeivoetbenadering deelt ook de toekomstige opbouw mee in meen en tegenvallers en is er dus sprake van een collectieve buffer.²⁵

Gerelateerd aan deze benadering is het uitsmeren van schokken over een langere periode, zodat schokken slechts geleidelijk worden vertaald in een lagere pensioenuitkering. Deze benadering lijkt de voorkeur te hebben van de sociale partners bij de uitwerking van het pensioenakkoord. Er is hierbij sprake van impliciete differentiatie van 'risico-exposure' tussen gepensioneerden en werkenden, waarbij gepensioneerden minder risico

²⁵ Meer informatie over de verschillende vormen van de groeivoetbenadering is te vinden in Bovenberg en Van Ewijk (2011).

dragen. Dit komt doordat de uitkering van gepensioneerden slechts geleidelijk wordt aangepast, terwijl werkenden pas een uitkering krijgen als de schok al grotendeels is geabsorbeerd in de uitkeringen.

Combicontracten

Een contract met meer rendementsafhankelijke rechten kan ook worden bereikt door uit te gaan van het huidige contract in de harde interpretatie ("garanties worden nagekomen"), maar te werken met lage nominale²⁶ garantieniveaus. De opbouw gebeurt dan gedeeltelijk in de vorm van zachte rechten die risicovol belegd worden, en die naar verwachting de inflatie meer dan goed zullen maken.

Wanneer er sprake is van veel zachte rechten, is er veel voor te zeggen om deze gedeeltelijk individueel toe te wijzen. Daarentegen kan het combicontract ook conform het huidige contract geheel worden vormgegeven met collectieve rechten in plaats van individuele zachte rechten. Dat laatste is het geval in Denemarken, waar de nominale garanties relatief hoog zijn, de zachte rechten beperkt en uitkeringen alleen uit harde rechten komen. Men kan tevens in de opbouwfase een relatief groot deel zachte rechten toekennen. Deze worden later omgezet in harde rechten, zodat de uitkering uiteindelijk vooral uit harde rechten komt en gepensioneerden nooit te maken hebben met een daling van hun nominale uitkering. Dit model staat bekend als een 'escalating annuity'.

26 Reële garanties zijn zeker voor grote fondsen nauwelijks af te dekken (te 'hedgen') vanwege het ontbreken van een markt voor obligaties die aan de Nederlandse inflatie zijn gekoppeld.

Deense variant

In Denemarken geldt voor veel pensioenregelingen dat harde nominale rechten worden toegekend die risicoloos worden belegd en die worden opgehoogd als de waarde van de 'collectieve pot' met risicodragende activa meer dan 25% bedraagt van de waarde van de harde rechten. Een dergelijk contract kent harde rechten en een collectieve buffer.

FNV Bondgenoten variant

Combicontracten kunnen alle drie typen pensioenrechten combineren. Een manier om dat te doen is aangegeven door FNV Bondgenoten. Voorgesteld werd de pensioeninleg steeds eerst tien jaar risicovol te beleggen en daarna grotendeels om te zetten in harde rechten en deels aan de buffer toe te voegen. Het beleggingsbeleid dient zo te worden ingericht dat de afgegeven garanties met een grote mate van zekerheid kunnen worden nagekomen.

Individueel DC

In veel individueel-DC-contracten vindt de vermogensopbouw tijdens de opbouwfase uitsluitend plaats door te beleggen in risicovolle activa. Er is dan sprake van individuele zachte rechten. In dit geval heeft het toezicht als additioneel aandachtspunt dat men zich richt op vermogensopbouw en niet op inkomen per jaar na pensionering. Dit betekent dat er ook toezicht en regelgeving van belang zijn die betrekking hebben op de conversie van vermogen naar inkomen per jaar. Na conversie naar een periodieke uitkering ontstaan harde rechten, veelal in de vorm van een claim op een verzekeraar.

Individueel DC met garanties

In bepaalde DC-contracten worden garanties afgegeven ten aanzien van een minimaal jaarlijks rendement of een minimaal te bereiken pensioenresultaat. In dat laatste geval kent het DC-contract in de opbouwfase dus zowel individuele harde als zachte rechten.

5. Toezicht op individuele harde rechten

Een solide en betrouwbaar financieel stelsel vereist dat garanties worden nagekomen. Zowel nationaal als internationaal zijn inmiddels risicogebaseerde toezichtmodellen beschikbaar die daar op toezien. Deze modellen, waaronder FTK en Solvency II, zijn gebaseerd op wat we zullen aanduiden als de *solvabiliteitsdekkingsgraad*. Dit is het vermogen van het fonds ten opzichte van de marktwaarde van de toegekende harde rechten of, vanuit het fonds bezien, 'harde' pensioenverplichtingen.

Merk op dat zowel het vermogen in de collectieve buffer als het vermogen dat overeenkomt met individuele zachte rechten kan bijdragen aan de zekerheid dat garanties worden nagekomen. Een solvabiliteitsdekkingsgraad van 100 % is voldoende als de harde rechten volledig matchend zijn belegd. Garanties hoeven echter niet volledig te worden belegd in matchende financiële activa als de solvabiliteitsdekkingsgraad boven de 100 % ligt. Bij onvolledige matching kan het daarmee gepaard gaande mismatch-risico ten goede (bij meevallers) en ten laste (bij tegenvallers) komen van zowel een collectieve buffer als van individuele zachte rechten.

Matchend beleggen is soms niet mogelijk, bijvoorbeeld in het geval van langlevensrisico of Nederlands (loon)inflatierisico. In andere gevallen is het niet gewenst, bijvoorbeeld omdat het fonds, of de eigenaren van de individuele rechten, willen profiteren van de risicopremie op de mismatch. Als mismatch-risico wordt gelopen is een hogere dekkingsgraad vereist om de garanties te beschermen en te voorkomen dat binnen een beperkte periode (doorgaans een jaar) de solvabiliteitsdekkingsgraad beneden de 100 % daalt. Na tegenvallers die de dekkingsgraad doen dalen is het van belang om het mismatch-risico te beper-

ken. Hierdoor worden de garanties beschermd en wordt voorkomen dat de eigenaars van deze garanties het slachtoffer worden van de beperkte aansprakelijkheid van de eigenaars van de zachte rechten.²⁷

In het FTK en in Solvency II is het toezicht risicogebaseerd doordat de minimaal vereiste dekkingsgraad afhangt van het mismatch-risico. Het Nederlands toezicht op harde pensioenrechten, het FTK, is internationaal toonaangevend. Desalniettemin heeft de evaluatie die naar aanleiding van het functioneren gedurende de financiële crisis heeft plaatsgevonden²⁸ een aantal belangrijke verbeterpunten opgeleverd. Zo bevat de invulling van herstelplannen en de bepaling van de kostendekkende premie in het bestaande FTK onbedoelde prikkels die pensioenfondsen aanzetten tot een hoog risicoprofiel. Het risicobewustzijn kan worden gestimuleerd door pensioenfondsbesturen te vragen 'financiële noodscenario's' te specificeren die aangeven hoe gehandeld zal worden als een voorgeschreven 'slecht-weer-scenario' zich voordoet. Om de toereikendheid van solvabiliteitsbuffers te vergroten, is bovendien voorgesteld de parameters van de solvabiliteitstoets opnieuw te calibreren en een opslag toe te voegen voor liquiditeitsrisico's, concentratierisico's, operationele risico's en risico's door actief vermogensbeheer.

Indien pensioenfondsen kiezen voor een contractvorm met harde garanties, lijken de fondsen op een verzekeraar. Er is dan geen reden dat garanties van pensioenfondsen minder zeker zouden moeten zijn dan garanties die door verzekeraars zijn afgegeven. Het ligt dan ook voor de hand om wat betreft het zekerheidsniveau van de garanties die door pensioenfondsen worden

²⁷ De waarde van de zachte rechten kan immers niet negatief worden.

²⁸ Zie SZW (2010a).

afgegeven aan te sluiten bij de internationale regelgeving voor verzekeraars (Solvency II).

In paragraaf 7 wordt naast de solvabiliteitsdekkingsgraad een solidariteitsdekkingsgraad gedefinieerd als maatstaf voor de omvang van de collectieve rechten ten opzichte van de totale individuele rechten van de huidige deelnemers. In het huidige pensioencontract vallen de solidariteits- en solvabiliteitsdekkingsgraad samen. Dit komt doordat het huidige contract nog geen juridische individuele zachte rechten kent. De collectieve buffer en de harde rechten tellen daardoor op tot het totale vermogen. Een collectieve buffer die tijdelijk lager is dan gewenst geeft in jonge fondsen met veel (toekomstige) actieve deelnemers (lage solidariteitsdekkingsgraad) minder problemen dan garanties die niet kunnen worden nagekomen (lage solvabiliteitsdekkingsgraad).

Dat een lage solidariteitsdekkingsgraad minder problematisch is, heeft er mede toe geleid dat de toegestane herstelperiode voor pensioenfondsen in het FTK aanzienlijk langer is dan die voor verzekeraars onder Solvency II. Bovendien mag de kans op een dekkingstekort onder het FTK hoger zijn dan onder Solvency II: 2,5 % tegenover 0,5 %. Door de solvabiliteitsdekkingsgraad te onderscheiden van de solidariteitsdekkingsgraad, kan voorkomen worden dat garanties die pensioenfondsen afgeven minder betrouwbaar zijn dan garanties van verzekeraars en kan beter worden aangesloten bij internationale regelgeving.

6. Toezicht op individuele zachte rechten

Het toezicht op individuele zachte rechten is gerelateerd aan het toezicht op individuele DC-toezeggingen. Daarnaast is het gerelateerd aan de bestaande consistentie-eisen tussen beleggings-, indexatie- en premiebeleid uit het FTK. Het gewenste toezicht kent ten minste de volgende dimensies:

- Zorgplicht
- Communicatie en transparantie over individuele aanspraken
- Beleggingen
- Waardering van huidige aanspraken en nieuw op te bouwen aanspraken

We bespreken deze dimensies hieronder.

Zorgplicht

In het toezicht op individuele DC-toezeggingen staat thans de zorgplicht van de aanbieder centraal. Het pensioencontract dat wordt aangeboden dient passend te zijn voor de deelnemer. In het bijzonder is voor recent afgesloten DC-contracten bepaald dat het risicoprofiel van de beleggingsportefeuille voor de verplichte conversie²⁹ naar een (nominale) annuïteit moet worden aangepast om conversierisico's te beperken.³⁰ Concreet betekent dit

29 Deze conversie is verplicht in de tweede pijler als wordt afgezien van AOW-overbrugging, afkoop van kleine pensioenen en van de pensioenknip. Wanneer een oudedagslijfrente wordt bedongen bij een levensverzekeraar geldt in de derde pijler dat de termijnen uitsluitend eindigen bij het overlijden van de gerechtigde. Bij een lijfrente die wordt bedongen bij een bank hoeft geen sprake te zijn van een uitkering tot overlijden, maar belopen de termijnen ten minste 20 jaar. Zie Dietvorst e.a. (2010).

30 Overigens kan men vraagtekens zetten bij deze invulling van de zorgplicht. De discussie over gewenste pensioencontracten heeft geleid tot de consensus dat constante nominale garanties voor ouderen niet noodzakelijk gewenst zijn. Het ligt daarom niet voor de hand de zorgplicht voor DC-producten louter op nominale garanties toe te spitsen.

dat uitsluitend nog in vastrentende waarden met een bepaalde 'duration' kan worden belegd.

Een belangrijke vraag luidt hoe men de zorgplicht van de aanbieder kan vormgeven als er sprake is van individuele zachte rechten in collectieve contracten. Nu zachte rechten belangrijker worden in het collectieve contract, zal consistente regelgeving voor individuele DC-toezeggingen en zachte rechten in collectieve contracten ongetwijfeld een belangrijk aandachtspunt worden. De bestaande regelgeving ten aanzien van DC-contracten heeft als onderliggende motivatie dat oudere werknemers kleinere beleggingsrisico's zouden moeten nemen en dat renterisico's moeten worden gemanaged. Dit geldt evenzeer voor deelnemers in collectieve contracten.

Voor het beleggingsbeleid voor collectieve fondsen geldt momenteel uitsluitend een 'collectieve zorgplicht' die slechts in zeer algemene termen is weergegeven in de 'prudent person'-regel. Een mogelijke weg is om, op basis van ALM-modellen en economische theorie, een bandbreedte af te spreken voor de omvang van de beleggings- en renterisico's waarmee bepaalde groepen deelnemers te maken mogen krijgen. Belangrijke keuzes van een fonds hebben betrekking op de beleggingsmix en de mate waarin bijvoorbeeld rente- of inflatierisico's worden afgedekt en schokken over de tijd worden uitgesmeerd door deze slechts geleidelijk te vertalen in de uitkeringen. Wanneer een fonds ten behoeve van het collectief hierin uniforme keuzes maakt, dient het ook te verantwoorden dat de belangen van elke groep deelnemers evenwichtig zijn meegewogen in de besluitvorming.

Communicatie en transparantie over individuele aanspraken

Het is een grote uitdaging om de opgebouwde individuele zachte rechten te definiëren en te communiceren. In de huidige situatie worden alleen nominale harde rechten in UPO en het pensioenregister zichtbaar gemaakt. De aanspraken van actieven kunnen worden gecommuniceerd door informatie te verstrekken over de verwachte vervangingsratio en de uitkomst in zowel tegenvallende als meevallende scenario's.³¹ Voor gepensioneerden lijken de verwachte koopkracht in de komende jaren en de koopkracht in tegenvallende en meevallende scenario's van belang. Als zich gedurende de levensloop bepaalde risico's hebben gerealiseerd, kan inzicht worden gegeven in de mate waarin iemand is afgehaakt van diens oorspronkelijke ambitie. Dit wordt dan aangevuld met de informatie hoe de deelnemer eventuele tegenvallers kan corrigeren door meer te sparen of langer door te werken.

In individuele DC-contracten worden individuele zachte rechten gedurende de opbouwfase gekarakteriseerd door eigendom van bepaalde vermogenstitels, zoals aandelen, obligaties of participaties. Dit vergemakkelijkt communicatie over de (marktwaarde van de) opgebouwde rechten. In collectieve contracten zal het eigendomsrecht van de individuele zachte rechten over het algemeen anders worden gedefinieerd, namelijk door een voorwaardelijke (uitgestelde) annuïteit. Er is dan geen sprake van individueel eigendom van een bepaalde beleggingsportefeuille, maar van een claim op een financiële instelling of pensioenfonds. Dit eigendom kan worden vergeleken met het eigendom van een aandeel in een bedrijf, waarbij de waarde van het aandeel

31 De aard van de meevallende en tegenvallende scenario's is afhankelijk van het specifieke fonds. Het fondspecifieke stress-scenario kan worden gedefinieerd als een bepaald kwantiel van de verdeling, bijvoorbeeld het slechtste 5 %-kwantiel.

afhangt van allerlei niet gecontracteerde handelingen van het bedrijf.

Om te kunnen informeren over de risico's moeten pensioen-uitvoerders op basis van een continuïteitsanalyse inzicht krijgen in de risico's die het fonds loopt. Ook moeten zij inzicht krijgen in de indexatiekwaliteit, zowel onder gunstige als minder gunstige omstandigheden. Dat vereist een compleet contract waarin het bestuur zich ten minste uitspreekt over het voorgenomen beleid in mogelijke toekomstige omstandigheden. De toezichthouder dient te waken over de consistentie van het beleggings-, indexatie- en premiebeleid van het pensioenfonds en de communicatie die daarop is gebaseerd. Het concretiseren van dit toezicht vormt een grote uitdaging.

Matching van beleggingen met individuele aanspraken

De commissie Frijns (2010) heeft erop gewezen dat pensioenfondsen te weinig aandacht besteden aan risicobeheer en de uitvoering van het beleggingsbeleid, en dat het governance-model in dezen verbetering behoeft. Het belang van deze aanbevelingen neemt toe als er meer zachte rechten zijn en het beleggingsbeleid niet langer wordt gedisciplineerd door nominale garanties. Het toezicht zal zich moeten richten op consistentie ('matching') van:

- het beleggingsbeleid,
- de verdelingsregels,
- de gecommuniceerde stochastische annuïteiten in het algemeen, en
- de gecommuniceerde pensioenresultaten in slecht-weer-scenario's in het bijzonder.

Het zal er ook op moeten toezien dat het dynamische beleggingsbeleid dat vooraf is afgesproken ook daadwerkelijk wordt uitgevoerd.

Waardering: kostendekkende premie en waardeoverdracht

Het vaststellen van een kostendekkende premie en, hieraan gerelateerd, de marktwaarde van opgebouwde zachte rechten voor dergelijke impliciete contracten, wordt behandeld in de volgende paragraaf.

7. Toezicht op collectieve buffers en de marktwaarde van individuele rechten

Ook in het geval van discontinuïteit van het fonds, bijvoorbeeld als gevolg van faillissement van de sponsor, dienen toegekende individuele rechten te worden gehonoreerd. Dit alles vereist dat de collectieve buffer niet te klein, laat staan zeer negatief, wordt. Het toezicht op de gewenste ondergrens voor de omvang van de collectieve buffer kan worden gebaseerd op de *solidariteitsdekkingsgraad*. Deze definiëren we als het vermogen van het fonds ten opzichte van de marktwaarde van de individuele harde en zachte rechten.

Als de solidariteitsdekkingsgraad te laag wordt, moeten individuele zachte rechten worden verlaagd, zodat dekkingstekorten moeten worden toegewezen aan individuen. Men kan ervoor kiezen om negatieve collectieve buffers niet toe te staan. Indien er omslagelementen (zoals doorsneeopbouw) in de collectieve regeling zijn opgenomen, kunnen er tevens additionele eisen worden gesteld aan de minimale omvang van de collectieve buffer. Deze restricties op de minimale omvang van de collectieve buffers beperken het discontinuïteitrisico wanneer het collectief uiteenvalt of het individu het collectief verlaat. De minimale omvang beperkt ook de mate waarin huidige deelnemers later alsnog eventueel hun zachte rechten zouden moeten inleveren. De regelgeving voor het omgaan met deze solidariteitsdekkingsgraad kan voor jonge fondsen met veel nieuwe instroom van werkenden aansluiten bij het huidige FTK. Dit betekent minder abrupt ingrijpen en langere hersteltermijnen dan in het toezicht op het nakomen van harde rechten, zoals beschreven in paragraaf 5.

Als er naast de 'collectieve pot' ook individuele zachte rechten zijn, is het bepalen van de solidariteitsdekkingsgraad niet zonder problemen. Daarvoor dient namelijk de marktwaarde van de individuele zachte rechten te worden bepaald. Precies dezelfde vraag rijst bij het bepalen van de kostendekkende premie als sprake is van zachte rechten en bij het vaststellen van de transferwaardes bij waardeoverdracht.³² De zachte rechten kunnen gemakshalve worden gewaardeerd onder de fictie dat ze dezelfde karakteristieken hebben als harde rechten, bijvoorbeeld door de zachte rechten te waarderen alsof ze reëel hard zijn.³³ In dat geval wordt de solidariteitsdekkingsgraad berekend als een solvabiliteitsdekkingsgraad. De waarde van de individuele rechten wordt dan echter overschat. Zeker voor de bepaling van de kostendekkende premie en de transferwaarde lijkt dat ongewenst.

In de huidige regelgeving kan de kostendekkende premie van een pensioentoezegging op twee manieren worden bepaald: op basis van het verwachte rendement op de onderliggende beleggingsportefeuille, of op basis van het rendement op risicoloze beleggingen. In de evaluatie van het FTK heeft de regelgever uitgesproken voortaan uit te willen gaan van rendementen op risicoloze beleggingen.³⁴ Deze benadering past bij het bepalen van de kostendekkende premie voor harde rechten. De kostendekkende premie van zachte rechten met dezelfde verwachte pensioenuitkomst kan echter lager liggen.

32 Het berekenen van de transferwaarde is in open systemen complexer dan in gesloten systemen (zonder collectieve buffers en zonder mogelijkheden om tekorten te verhalen op nieuwe pensioenopbouw). In dat laatste geval gaat het alleen om het toedelen van het totale pensioenvermogen over de huidige aanspraken.

33 Dezelfde fictie wordt gehanteerd bij het gebruik van reële dekkingsgraden als stuurvariabele, bijvoorbeeld in Defined Ambition, en bij de leeftijdsafhankelijke rendementsindexatie zoals in Molenaar en Ponds (2009).

34 Zie SZW (2010b).

De kostendekkende premie (en de transferwaarde en solidariteitsdekkingsgraad) van individuele zachte rechten kan op ten minste twee manieren worden bepaald zonder de waarde van de zachte rechten te benaderen met de waarde van de corresponderende harde rechten. Mahieu, Werker en Nijman (2010) hebben een methode uitgewerkt waarbij de kostendekkende premie wordt afgeleid uit het doelprofiel dat de individuele deelnemer (afhankelijk van bijvoorbeeld leeftijd) is beloofd. Hierbij geldt als voorwaarde dat het doelprofiel uitsluitend afhangt van risico's die op financiële markten worden verhandeld en beprijsd.

Deze methode brengt tevens de kosten van garanties of van gewenste kleine kansen op lage pensioenuitkomsten in beeld. Als de individuele zachte rechten niet door een doelprofiel worden geïdentificeerd, maar door collectieve sturingsregels en een bepaald beleggingsbeleid van het fonds³⁵, kan het impliciete doelprofiel worden bepaald via simulatie. Vervolgens kan worden nagegaan welke kostendekkende premie hierbij past. Daarnaast kan men aan een basisset van stochastische doelprofielen een discontovoet koppelen.

Een tweede methode is om het beleggings- en indexatiebeleid (dan wel het uitkeringsbeleid) op collectief niveau te specificeren. Vervolgens worden aan de hand van een stochastische simulatie vanuit een ALM-model de stochastische pensioenuitkomsten voor verschillende cohorten en het verwachte rendement op de beleggingsportefeuille vastgesteld. De waarde van de aanspraken van verschillende generaties en de kostendekkende premie kunnen dan worden bepaald als de verwachte pensioenuitkomsten gedisconteerd tegen het huidige verwacht rendement van de beleggingsportefeuille.

³⁵ Zoals bij Defined Ambition of leeftijdsafhankelijke rendementsindexatie. Zie paragraaf 3.

Een dergelijke methode levert uitsluitend de juiste waardering op als mismatch-risico direct proportioneel wordt verdeeld over alle deelnemers en als het beleggingsbeleid constant is over de tijd. Zachte rechten leiden dus alleen tot een gemakkelijk te bepalen hogere disconteringsvoet als in slechte tijden direct onbegrensd wordt gekort op alle rechten en uitkeringen en in goede tijden de rechten en uitkeringen op analoge wijze worden verhoogd.

Wanneer mee- en tegenvallers over een bepaalde periode (het pensioenakkoord spreekt van tien jaar) mogen worden uitgesmeerd om de huidige gepensioneerden te beschermen tegen te veel risico, zijn andere waarderingmethoden van pensioen-aanspraken vereist. Doordat ouderen met minder risico worden geconfronteerd, komt de disconteringsvoet voor de rechten van ouderen lager uit dan het huidige verwachte portfeuillerendement. Indien men de pensioenuitkeringen van de huidige werkenden ook wil beschermen tegen te veel risico wanneer zij gepensioneerd zijn, dan moet men er bovendien rekening mee houden dat het beleggingsbeleid risico terug moeten nemen als men de pensioenleeftijd nadert.

Een duurzaam risicoprofiel (zie ook de zorgplicht hierboven) resulteert dus in een afslag op het huidig verwachte rendement, die zowel de waarde van de aanspraken verhoogt als de solidariteitsdekkingsgraad verlaagt.³⁶ Wanneer men deze afslag niet in rekening brengt, lopen de werkenden een discontinuïteitrisico. Dit komt doordat ze, wanneer ze eenmaal gepensioneerd zijn, afhankelijk zijn van een nieuwe instroom van jongere deelne-

³⁶ Nog complexer wordt de waardering als huidige deelnemers risico's delen met toekomstige deelnemers (respectievelijk rechten die later worden opgebouwd) die niet op financiële markten worden verhandeld. De waardering moet dan gebaseerd zijn op meer dan alleen marktinformatie.

mers die bereid zijn hun risico's op te vangen tegen een prijs die onder de marktprijs ligt. Een afslag op het huidige rendement is niet alleen nodig voor fondsen die sterk vergrijzen en daarom in de toekomst een defensiever beleggingsbeleid zullen moeten gaan voeren. Het liquidatiebeginsel stelt immers dat fondsen bij discontinuïteit voldoende vermogen in kas moeten hebben om hun verplichtingen te kunnen overdragen aan een marktpartij. Hierdoor resulteert voor alle fondsen een disconteringsvoet tussen de risicovrije rente en het verwachte portefeuillerendement.

Bij een waardeoverdracht naar een ander fonds kan de bepaling van de marktwaarde van de individuele rechten op dezelfde manier gebeuren. Dit geldt ook voor de bepaling van de solidariteitsdekkingsgraad, die immers volgt uit de marktwaarde van zachte en harde rechten. Ook de bepaling van de actuariële faire ruilvoet tussen individuele harde en zachte rechten gaat terug naar de bepaling van de marktwaarde van de zachte rechten, en kan dus op dezelfde manier gebeuren.

8. Conclusies

De nadere invulling van pensioencontracten in de lijn die het pensioenakkoord schetst zal nog heel wat tijd en denkwerk vergen. Dit artikel schetst een keuzemenu van drie kern-ingredienten: individuele harde rechten, individuele zachte rechten en collectieve buffers. We hebben deze begrippen gedefinieerd en argumenten geïnterpreteerd om deze ingrediënten al dan niet in een pensioencontract op te nemen.

Sociale partners zullen centraal of decentraal moeten kiezen welk pensioencontract zij voor hun specifieke situatie het meest geschikt achten. Contracten zijn mogelijk met alle combinaties van de drie typen rechten. Contracten die alle drie rechten combineren kennen niet alleen een solvabiliteitsdekkingsgraad (dwz. het vermogen ten opzichte van de harde individuele rechten) maar ook een (lagere) solidariteitsdekkingsgraad (dwz. het vermogen ten opzichte van alle individuele rechten).

Op basis van de inventarisatie van de contractvormen en het eventuele belang om alle drie typen pensioenrechten in een collectief pensioencontract op te nemen, is nader ingegaan op de uitdagingen voor het toezicht op de nieuwe pensioencontracten. Die uitdagingen zijn legio. Hierbij kan onder andere worden gedacht aan regels voor adequaat beleggingsbeleid ('prudent person') bij zachte rechten en regelgeving rond de bepaling van kostendekkende premies en transferwaardes. Tevens kan men denken aan het ondervangen van de zwakkere punten in het bestaande FTK of het afbakenen van regelgeving ten aanzien van het nakomen van garanties en van zachte rechten, ook in het licht van de harmonisering van regels in Europa.

Referenties

- Bernatzi, S., en R. Thaler (1995), 'Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle,' *Quarterly Journal of Economics*, 110 (1): 73–92.
- Boeijen, D., N. Kortleve en J. Tamerus (2010), "Van toezegging naar ambitie", NEA paper 35, Netspar.
- Bovenberg, A.L. en C. van Ewijk (2011), "Naar een nieuw pensioencontract: over het failliet van het huidige pensioencontract en bouwstenen voor een nieuw contract", Netspar paper.
- CEIOPS (2010), "Draft report on variable annuities", Consultation paper nr 83, zie www.eiopa.eu.
- Dietvorst, G. C. Hooghiemstra, T. Nijman en A. Oerlemans (2010), "Decumulatie van pensioenrechten", NEA paper 34, Netspar.
- DNB (2010), "Naar nieuwe pensioencontracten: wat zijn de voorkeuren van deelnemers?", onderzoeksrapport De Nederlandsche Bank.
- Frijns, J., J. Nijssen en B. Scholtens (2010), "Pensioen: onzekere zekerheid", rapport van de commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer (commissie Frijns)
- Goudswaard, K., R. Beetsma, T. Nijman en P. Schnabel (2010), "Een sterke tweede pijler", rapport van de commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen (commissie Goudswaard).
- Mahieu, R., T. Nijman en B. Werker (2011), "Kostendekkende premies in geval van onzekere pensioenuitkomsten", work in progress.
- Mehlkopf, R., J. Bonenkamp, C. van Ewijk, H. ter Rele en E. Westerhout (2011), "Risicoverdeling bij hervorming van het aanvullend pensioen", CPB notitie, Den Haag.
- Molenaar, R. en E. H.M. Ponds (2009), "Differentiatie naar leeftijd in de financiering van collectieve pensioenen", NEA paper 7, Netspar.
- Ponds, E.H.M. (2008), '*Naar meer jong en oud in collectieve pensioenen*', oratie ABP–Netspar leerstoel 'Economie van Collectieve Pensioencontracten', Universiteit van Tilburg, 11 april 2008.
- Rooij, M.C.J. van, C.J.M. Kool en H.M. Prast (2007), "Risk return preferences in the pension domain: are people able to choose?", *Journal of Public Economics*, 9, 701–722.
- Tamerus, J. (2008), 'Gaan we in het pensioencontract differentiëren?', *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, Nr 4, blz. 100–106.
- Tamerus, J. (2009), 'Durven we de nominale garantie los te laten?', *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, Nr 2, blz. 34–41.
- Tamerus, J. (2011), "Defined Ambition", proefschrift verdedigd aan de Universiteit van Amsterdam, juni 2011.
- SZW (2010a). "Rapport evaluatie Financieel Toetsingskader", Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, April 2010.

SZW (2010b), "Toekomst aanvullend pensioenstelsel: kabinetsinzet" brief van Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid aan Tweede Kamer, 7 april 2010.

Waegenaere, A. de, A. Paulis en J. Stigter (2011), "Langleven risico in collectieve pensioencontracten", te verschijnen als Design paper, Netspar.

OVERZICHT UITGAVEN IN DE DESIGN PAPER SERIE

- 1 Naar een nieuw pensioencontract (2011)
Lans Bovenberg en Casper van Ewijk
- 2 Langlevenrisico in collectieve pensioencontracten (2011)
Anja De Waegenaere, Alexander Paulis en Job Stigter
- 3 Bouwstenen voor nieuwe pensioencontracten en uitdagingen voor het
toezicht daarop (2011)
Theo Nijman en Lans Bovenberg

Bouwstenen voor nieuwe pensioen- contracten en uitdagingen voor het toezicht daarop

In juni 2010 hebben de sociale partners een akkoord gesloten over de in hun ogen noodzakelijke aanpassingen van de arbeidspensioenen in de tweede pijler. Dat akkoord is in juni 2011 verder uitgewerkt. Inmiddels zijn verschillende contractvarianten gesuggereerd. In dit paper onderscheiden Lans Bovenberg en Theo Nijman (beiden Tilburg University) allereerst een aantal kenmerken van mogelijke pensioencontracten. Vervolgens bespreken ze argumenten voor en tegen bepaalde kenmerken. Ten slotte wordt ingegaan op de vraag waar de belangrijkste uitdagingen liggen voor het toezicht op de nieuwe pensioencontracten.