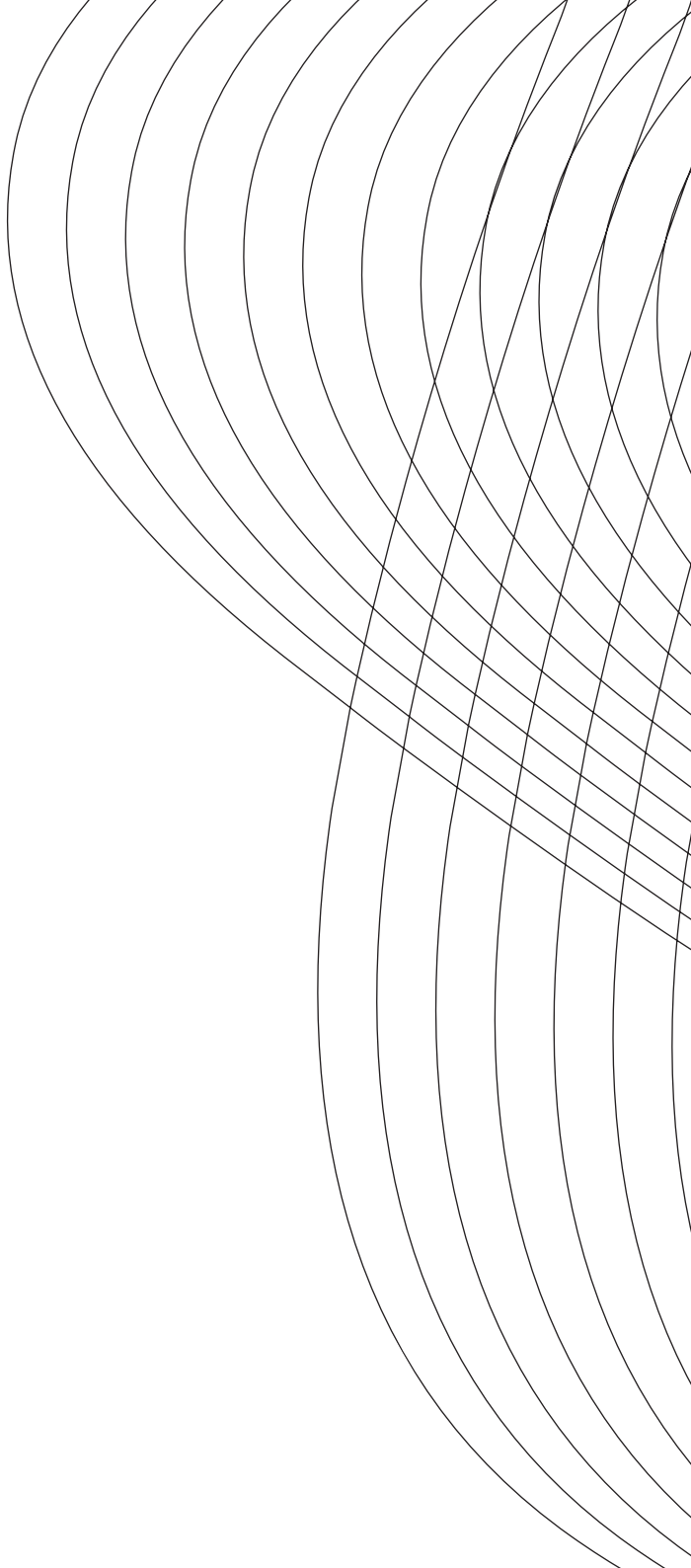
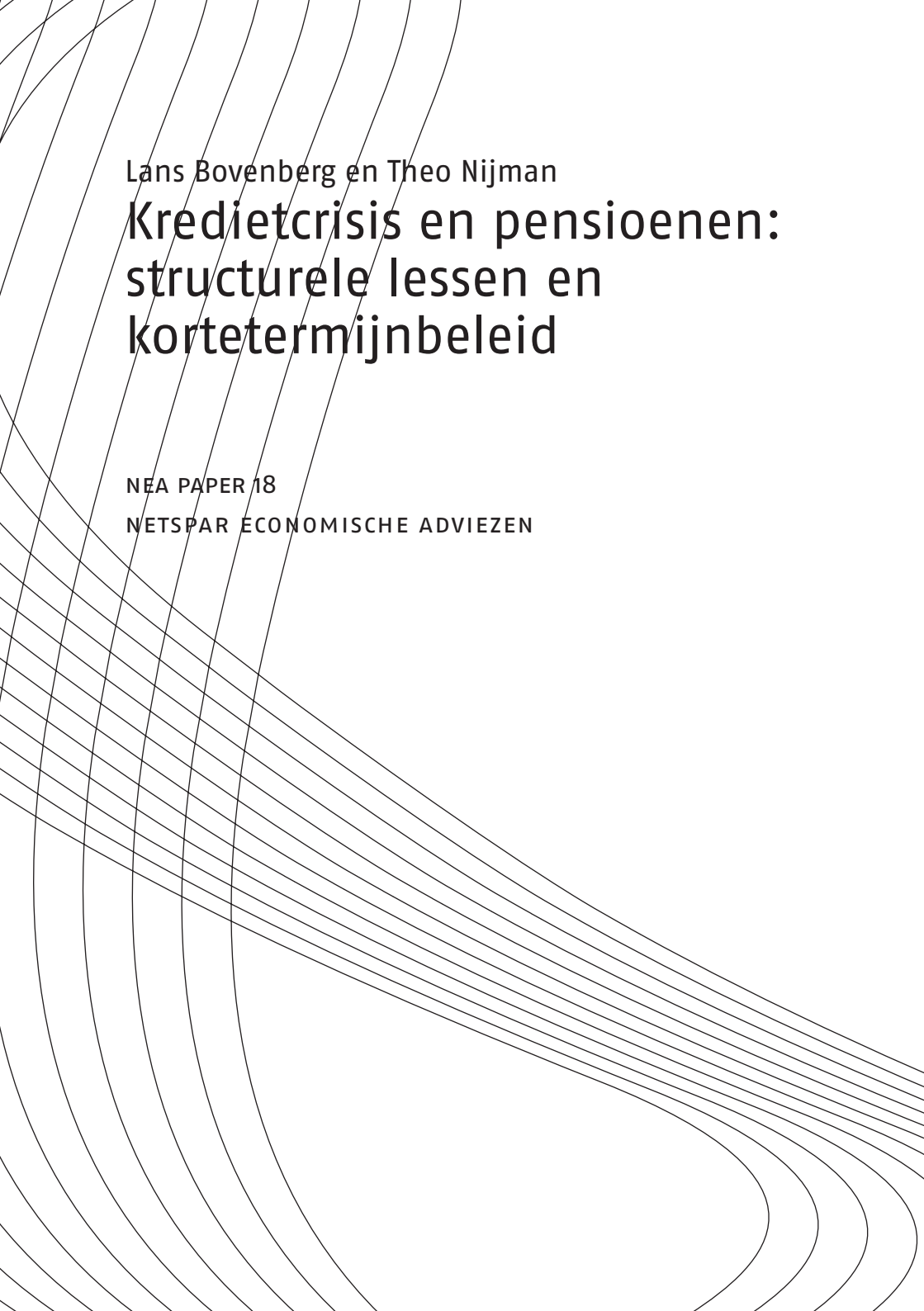




Lans Bovenberg en Theo Nijman  
**Kredietcrisis en  
pensioenen:  
structurele lessen en  
kortetermijnbeleid**

**Netspar NEA Papers**



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, creating a sense of movement and depth.

Lans Bovenberg en Theo Nijman

# Kredietcrisis en pensioenen: structurele lessen en kortetermijnbeleid

NEA PAPER 18

NETSPAR ECONOMISCHE ADVIEZEN



**Netspar** Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

### **Colofon**

NEA Papers is een uitgave van Netspar  
Juni 2009

### **Redactie**

Henk Don (Voorzitter) – Erasmus Universiteit Rotterdam  
Jan Marc Berk – De Nederlandsche Bank  
Bernard ter Haar – Ministerie van Financiën  
Jan Koeman – Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid  
Peter Kooreman – Universiteit van Tilburg  
Niels Kortleve – PGGM  
Albert Mentink – AEGON  
Joos Nijtmans – Interpolis  
Alwin Oerlemans – Cordares  
Rick van der Ploeg – Oxford University  
Hens Steehouwer – ORTEC  
Tom Steenkamp – APG  
Marno Verbeek – Erasmus Universiteit Rotterdam  
Peter Schotman – Universiteit Maastricht  
Hein Stam – MnServices

### **Vormgeving**

Bladvulling, Tilburg

### **Drukwerk**

Drukkerij Universiteit van Tilburg

### **Redactieadres**

Netspar  
Universiteit van Tilburg  
Postbus 90153  
5000 LE Tilburg  
Telefoon +31 13 466 2109  
info@netspar.nl  
www.netspar.nl

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

# INHOUD

Voorwoord	7
Samenvatting	11
1 Inleiding	13
2 De langetermijnuitdaging: vergroten risicodragend vermogen	15
2.1 Risico's, risicopremies en risicodragers	15
2.2 Drie alternatieven voor dure DB systemen...	19
2.3 Naar completere contracten?	20
2.4 Minder zekerheid en hogere verwacht rendement voor actieven	23
2.5 Langere hersteltermijnen	32
2.6 Andere manieren om het risicodragend vermogen te vergroten	36
3 Gewenst beleid in de huidige situatie	41
3.1 Inschatting huidige situatie	42
3.2 Numerieke illustratie van risico's in dekkingsgraden en koopkracht	44
3.3 Risico afbouwen	49
3.4 Langere hersteltermijnen zonder aanwijzen risicodragers	50
3.5 Omzetten van onvoorwaardelijke in voorwaardelijke aanspraken	54
3.6 Eigen visie: combinaties	60
3.7 Toezichtcriteria voor herstelplannen	66
4 Conclusies	69
Appendix A: Kunnen pensioenfondsen het functioneren van financiële markten verbeteren?	72
Appendix B: Specificatie van het model uit paragraaf 3.2	76
Referenties	78



# 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 ten opzichte van de bevolking tussen 20 en 65 jaar zou het aantal 65-plussers wel eens kunnen verdubbelen. 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 een aantal 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 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 oud en jong mee worden geconfronteerd. Om die

redenen heeft Netspar de NEA Papers ingesteld. In een NEA Paper neemt de auteur gemotiveerd stelling over een beleidsrelevant onderwerp. De naam NEA Papers heeft twee betekenissen. Ten eerste, NEA staat voor Netspar Economische Adviezen. De auteurs adviseren op persoonlijke titel en op verzoek van Netspar over actuele economische kwesties op het gebied van vergrijzing en pensioenen. Ten tweede, NEA klinkt als Nee-Ja en geeft daarmee een wezenskenmerk van elk debat aan.

Henk Don  
Voorzitter van de Netspar Redactieraad.





**Affiliaties**

De auteurs zijn beiden als hoogleraar verbonden aan de Universiteit van Tilburg en wetenschappelijk directeur van Netspar. Zij danken Dirk Broeders, Casper van Ewijk, Niels Kortleve, Marno Verbeek, Bert de Vries en de deelnemers van een Netspar werkgroep voor nuttig commentaar op een eerdere versie. De auteurs blijven geheel verantwoordelijk voor de opvattingen en resterende fouten in deze bijdrage.

**Werkgroep**

De werkgroep bestond uit de volgende personen: Bart Boon, Peter Borgdorff, Dirk Broeders, Ronald Corvers, Jaap van Dam, Michiel Evers, Chantal de Groot, Willem Horstmann, Frank de Jong, Pieter Kasse, Theo Kocken, Niels Kortleve, Marko van Leeuwen, Jitske van Londen, Luc Mertens, Bart Oldenkamp, Jos van Ophem, Antoon Pelsser, Arie Perfors Eduard Ponds, Benne van Popta, Luuk van der Scheer, Wouter Thalen, Piet Welten, Bas Werker, Leo Witkamp, Guus Wouters.

# KREDIETCRISIS EN PENSIOENEN: STRUCTURELE LESSEN EN KORTETERMIJNBELEID

## Samenvatting

Vele Nederlandse pensioenfondsen kampen op dit moment met lage dekkingsgraden. Dit paper analyseert hoe de fondsen op deze onderdekking kunnen reageren zonder hun langetermijnperspectief te schaden. De analyse vindt plaats in het licht van de structurele lessen van de kredietcrisis over risicomanagement.

Het paper bestaat uit twee delen. Het eerste deel van het paper analyseert de structurele lessen die uit de kredietcrisis volgen. Gebleken is dat pensioenfondsen blootstaan aan aanzienlijk mismatch risico's. Maar deelnemers moeten kunnen blijven profiteren van de beloning voor het lopen van risico's. Pensioenfondsen hebben echter te weinig risicodragend vermogen om dit mogelijk te maken. We analyseren alternatieve mogelijkheden om het risicodragende vermogen te vergroten door het pensioencontract aan te passen, bijvoorbeeld door deelnemers minder garanties te geven of lange hersteltermijnen toe te staan in geval van onderdekking. We pleiten voor completere pensioencontracten waarbij de thans gebruikelijke onvoorwaardelijke nominale rechten ('garanties') van met name de actieve deelnemers worden omgezet in voorwaardelijke reële rechten ('ambities').

Het tweede deel van het paper analyseert de gevolgen van de huidige situatie voor het kortetermijnbeleid: pensioenfondsen hebben (bijna) al hun risicodragende vermogen verloren door de turbulentie op de financiële markten zonder dat er in het verleden afspraken zijn gemaakt over de verdeling van de lasten van onderdekking. Deze analyse leidt tot de conclusie dat de meeste Nederlandse fondsen er nu verstandig aan doen beleggingsrisico's te blijven nemen om zo te kunnen profiteren van de verwachte herstelkracht van risicopremies. Wel dienen de risicodragers helderder in beeld te komen voor het geval het herstel niet optreedt. Herstelplannen moeten niet alleen het verwachte pad maar ook de

risico's rondom het verwachte pad in kaart brengen. Zij dienen ook aan te geven, welke instrumenten zullen worden ingezet, als het verwachte herstel onverhoopt uitblijft. Op deze manier worden deelnemers vooraf gewaarschuwd worden voor wat hen te wachten zou kunnen staan.

We pleiten voor het gebruik van een drietal instrumenten om de huidige onderdekking bij veel fondsen op te lossen. Daarbij is een belangrijk uitgangspunt dat schokken gelijk verdeeld worden over verschillende begunstigden: ieders consumptie varieert met hetzelfde percentage als gevolg van schokken. Als eerste dient voor alle deelnemers een deel van de opgebouwde garanties ('vreemd vermogen') met terugwerkende kracht omgezet te worden in voorwaardelijke aanspraken ('eigen vermogen'). Dit kan door de begunstigden duidelijk te maken dat nominale pensioenrechten niet in alle scenario's op peil kunnen worden gehouden. Het meer risicodragend maken van reeds opgebouwde rechten en het langjarig uitblijven van indexatie raakt vooral oudere actieven en gepensioneerden, omdat deze *stakeholders* al veel pensioenrechten hebben opgebouwd. In de tweede plaats worden de nieuw op te bouwen rechten verlaagd door het risico van een hogere resterende levensverwachting op de pensioendatum bij de deelnemers te leggen. Bij een gelijkblijvende premie betalen de actieven dan meer herstellpremie. Dit treft vooral de jongere en toekomstige actieven omdat deze *stakeholders* in de toekomst nog veel rechten opbouwen. In de derde plaats kan men voor de nieuw op te bouwen rechten de daarbij horende garanties verlagen – met name voor de jongere actieven – en tegelijkertijd vastleggen dat de risicodragende begunstigden het meeste profiteren van gunstige scenario's in termen van hogere pensioenaanspraken. Om jongere en oudere werknemers de mogelijkheid te geven hun pensioenrisico's op te vangen, is een beter functionerende arbeidsmarkt geboden met werkzekerheid voor ouderen en meer aandacht voor de inzetbaarheid van mensen.

## 1 Inleiding

De kredietcrisis leidt tot een groot aantal nieuwe vragen voor Nederlandse pensioenfondsen. Allereerst is er de kortetermijnvraag hoe de huidige onderdekking van veel fondsen kan worden opgelost. Maar tegelijkertijd zijn er structurele vragen aan de orde en biedt de kredietcrisis kansen om het Nederlandse pensioenstelsel structureel te versterken. De reactie van de pensioenfondsen op de kredietcrisis zal bepalen of het grote vertrouwen dat de sector sinds de tweede wereldoorlog bij de bevolking heeft opgebouwd kan worden behouden en verder kan worden versterkt. Juist in woelige tijden als het huidige tijdsgewricht blijkt welke instituties vertrouwen verdienen. Dit zijn belangrijke redenen om te bezien wat een verstandige lijn kan zijn in deze cruciale tijden. Het eerste deel van deze notitie bevat een structurele langetermijnanalyse die in het tweede deel uitmondt in een beschouwing over hoe pensioenfondsen op korte termijn het beste kunnen reageren op de huidige situatie van onderdekking.

Hoofdstuk 2 bevat de structurele analyse. Paragraaf 2.1 geeft aan dat pensioenfondsen kampen met een tekort aan risicodragend vermogen om de begunstigden te kunnen doen profiteren van risicopremies. Er dienen minder dure garanties te worden afgegeven om in het belang van de deelnemers risicovol te kunnen blijven beleggen. Dit tekort aan risicodragend kapitaal beperkt ook de nuttige rol die pensioenfondsen kunnen spelen bij het verbeteren van het functioneren van financiële markten, bijvoorbeeld als bron van lange-termijn risicodragend kapitaal voor investeringen in een duurzame economie. Paragraaf 2.2. pleit voor completere pensioencontracten zodat de risicodragers zo veel mogelijk van te voren worden vastgelegd. Dit verhoogt het aanbod van risicodragend vermogen. De rest van paragraaf 2 bespreekt vervolgens verschillende manieren om het risicodragende vermogen van pensioenfondsen te vergroten. In paragraaf 2.3 komt het verlagen van de garanties en het verhogen van de verwachte pensioenambities voor actieven aan de orde. Paragraaf 2.4 bespreekt het verlengen van de hersteltermijn. Dit heeft deels vergelijkbare effecten als het verlagen van garanties voor actieven omdat ook bij een langere hersteltermijn vooral de jongere actieven risicodragers zijn. Paragraaf 2.5 onderzoekt kort een aantal alternatieve mogelijkheden om het risicodragend vermogen van de pensioenfondsen

te vergroten: expliciete overheidsgaranties, grotere buffers en minder garanties voor alle deelnemers.

In hoofdstuk 3 maken we de overstap naar de huidige situatie. We bespreken hoe de fondsen het beste uit onderdekking kunnen komen in het licht van de structurele lessen uit hoofdstuk 2 en de huidige pensioencontracten die vaak niet van te voren hebben gespecificeerd wie de risicodragers bij onderdekking zijn. Paragraaf 3.1 analyseert de huidige macro-economische situatie en concludeert dat fondsen rekening moeten houden met zowel een spoedig herstel als langdurige stagnatie. We leven in een onzekere wereld waarin de risico's groot zijn. In paragraaf 3.2 wordt een eerste aanzet gegeven voor het kwantificeren van de risico's van onvoldoende herstel van nominale dekkingsgraden en van koopkrachtverlies. Paragrafen 3.3 tot 3.6 bespreken verschillende opties om herstelplannen vorm te geven. Nadat paragraaf 3.3 het dichtzetten van risico's heeft geanalyseerd, gaat paragraaf 3.4 in op het verlenen van de hersteltermijn en het daarbij benutten van herstelpremies. Paragraaf 3.5 bespreekt verschillende manieren om onvoorwaardelijke aanspreken ('vreemd vermogen') met terugwerkende kracht om te zetten in risicodragend vermogen ('eigen vermogen'). Paragraaf 3.6 pleit voor een mix van maatregelen, namelijk het omzetten van reeds opgebouwde onvoorwaardelijke aanspreken ('garanties') in voorwaardelijke aanspreken ('risicodragend vermogen') door afstempelen niet uit te sluiten, lagere en meer risicodragende toekomstige opbouw, en herstelpremies. Paragraaf 3.7 gaat in op de zeer recente wijzigingen in de regelgeving rond herstelplannen en hoe deze het herstel kunnen beïnvloeden. De belangrijkste conclusies van het paper worden in hoofdstuk 4 op een rij gezet.

## 2 De langetermijnuitdaging: vergroten risicodragend vermogen

In dit hoofdstuk analyseren we de structurele uitdagingen voor pensioenfondsen. Het gaat hier dus om de vraag welke lessen uit de kredietcrisis getrokken moeten worden over de vormgeving van het pensioencontract nadat herstel is ingetreden. In hoofdstuk 3 zal de vraag aan de orde komen hoe fondsen moeten omgaan met de huidige dekkingstekorten.

Dit hoofdstuk is als volgt opgebouwd. Paragraaf 2.1 geeft aan dat zowel de risico's als de beloning daarvoor aanzienlijk zijn maar dat het risicodraagvlak voor pensioenfondsen slinkt. De kosten van gegarandeerde pensioenen zijn onderschat en stijgen verder door de vergrijzing en de toenemende internationale concurrentie waaraan bedrijven blootstaan. Om een stijging van de kostendeekkende premie en een vergaande versoering van pensioenen te vermijden moeten pensioenfondsen meer risicodragend vermogen mobiliseren, veelal door meer risico bij de deelnemers te leggen. Paragraaf 2.2 pleit voor het zo veel mogelijk van te voren benoemen van de risicodragers die dit risicodragende vermogen verschaffen. De rest van hoofdstuk 2 onderzoekt vervolgens verschillende manieren om het risicodragende vermogen van pensioenfondsen te vergroten. Paragraaf 2.4 bespreekt het verlagen van de garanties en het verhogen van het verwacht rendement voor de jongere cohorten. Paragraaf 2.5 onderzoekt de consequenties van een keuze voor een lange hersteltermijn waarbij huidige en toekomstige actieve risicodragers zijn. In paragraaf 2.6 komen dan een aantal andere mogelijkheden aan de orde om het risicodragende vermogen van de pensioenfondsen te vergroten: expliciete overheidsgaranties, grotere buffers en lagere garanties voor alle deelnemers.

### 2.1 Risico's, risicopremies en risicodragers

#### *Grote risico's en hoge risicopremies*

De kredietcrisis heeft laten zien dat we in een uiterst risicovolle wereld leven.<sup>1</sup> De grote risico's vertalen zich in een hoge beloning voor het

1 Daar komt bij dat we die wereld minder goed begrijpen dan we eerst wellicht dachten. De stochastische modellen die gebruikt zijn blijken met name de kansen op grote tegenvallers te onderschatten. Zie Boender et al (2009).

nemen van risico's. Met zowel grote risico's als een hoge beloning voor risico is het vermogen van fondsen om risico te nemen in het belang van de deelnemers van groot belang. Dit vereist echter dat de fondsen die risico's ook kunnen opvangen. Daarnaast komt meer capaciteit om risico's op te vangen ook de stabiliteit van financiële markten ten goede want pensioenfondsen met veel risicodragend vermogen stabiliseren financiële markten en beperken daarmee de macro-economische risico's. Risicodragend vermogen wordt dus steeds belangrijker voor zowel de begunstigden van de pensioenfondsen als voor de economie als geheel.

#### *Kleiner risicodraagvlak met minder externe risicodragers*

Een aantal ontwikkelingen tast echter het risicodragende vermogen van pensioenfondsen aan. Zo groeien door de vergrijzing de pensioenverplichtingen ten opzichte van het risicodraagvlak in de vorm van de premiebasis en de kernactiviteiten van ondernemingen. Het gevolg is dat het premie-instrument zijn kracht verliest om tegenslagen op financiële markten op te vangen. Ook bedrijven trekken zich mede door deze ontwikkeling steeds meer terug als risicodragers in pensioencontracten – ook omdat de risico's door nieuwe boekhoudregels beter worden geprijsd. De eigenaren van de betrokken ondernemingen zijn dus nauwelijks meer beschikbaar om de residuele risico's van pensioenfondsen voor hun rekening te nemen.<sup>2</sup> In tegenstelling tot commerciële verzekeraars hebben pensioenfondsen zelf geen externe aandeelhouders om op te treden als risicodrager. De groeiende residuele risico's worden daarmee steeds meer gedragen door het collectief van de begunstigden van het pensioenfonds.

Een voordeel van de afwezigheid van externe risicodragers is dat belangenconflicten tussen deze risicodragers en de begunstigden worden voorkomen. Nadeel is dat de deelnemers alleen via de kapitaalmarkt risico's kunnen delen met anderen. De risico's die het pensioenfonds op de kapitaalmarkt neemt en de actuariële risico's van het fonds zullen door de deelnemers als collectief moeten worden gedragen en gedeeld.<sup>3</sup>

- 2 Bedrijven en hun eigenaars treden wel steeds meer op als risicodragers voor de risico's die zij direct kunnen beïnvloeden, bijvoorbeeld voor de risico's van arbeidsongeschiktheid, ziekte en werkloosheid. Andere risico's (van bijvoorbeeld wonen, kosten van kinderen, ziektekosten, beleggingsrisico's en actuariële risico's bij pensioenen) verschuiven steeds meer naar de werknemer.
- 3 Tenzij deze risico's worden herverzekerd bij commerciële verzekeraars



We nemen daarom steeds meer afscheid van het traditionele *defined-benefit* gedachtegoed waarbij de pensioenaanspraken door andere risicodragers (vooral de eigenaren van de betrokken ondernemingen) werden gegarandeerd.

*Meer risicodragend vermogen door voorwaardelijk geïndexeerd middelloon...*

Na het uiteenspatten van de internetluchtbel hebben de pensioenfondsen hun risicodragende vermogen vergroot door ook de indexering van de aanspraken van de actieve deelnemers afhankelijk te maken van de financiële positie van het fonds. In eindloonsystemen is de indexering van de aanspraken van de actieve deelnemers systeemeigen. De indexatie van de aanspraken van slapers en gepensioneerden hebben daarentegen meestal een voorwaardelijk karakter en zijn mede afhankelijk van de financiële toestand van het fonds. Door over te gaan op voorwaardelijk geïndexeerd middelloon heeft ook de indexering van de aanspraken van actieve deelnemers een voorwaardelijk karakter gekregen. Daardoor beschikken pensioenfondsen over meer risicodragend vermogen.<sup>4</sup> Bij tegenvallende beleggingsrendementen stijgen de verplichtingen immers minder in waarde.

*....maar risicodragend kapitaal blijkt nog steeds onvoldoende*

Ondanks de hervormingen van de afgelopen jaren ontberen pensioenfondsen nog steeds voldoende risicodragend vermogen om de volatiliteit van financiële markten te bufferen bij de huidige beleggingsmix die fondsen hanteren. Voor de tweede keer in vijf jaar tijd kampen de fondsen met een sterke daling van hun solvabiliteit. En dat terwijl een jaar

4. Daar staat wel tegenover dat door het handhaven onder middelloon van de combinatie van doorsneeopbouw en doorsneepremie jongere actieven weinig rechten opbouwen en een groter deel van de pensioenrechten pas aan het einde van het leven wordt opgebouwd. Dit impliceert dat de herstelcapaciteit van pensioenfondsen wordt aangetast omdat een groter deel van de verplichtingen kort lopend zijn. De concentratie van de pensioenopbouw in het tweede helft van het actieve leven schaadt daarmee de mogelijkheid om meer risicodragend vermogen aan te trekken. Een ander nadeel van doorsnee opbouw is dat de dekkinggraad van pensioenfondsen verder wordt aangetast als oudere werknemers langer blijven werken om hun pensioenopbouw op peil te houden wanneer door lage dekkinggraden de indexatiekwaliteit van hun pensioenen onder druk komt. Zo functioneert doorsnee opbouw als destabiliserende factor in het pensioensysteem. Zie ook paragraaf 3.5.2.

geleden bij veel fondsen nog sprake was van overreserves. Dit geeft eens te meer het belang aan van een grote capaciteit om risico's op te vangen.

Een andere manier om het tekort aan risicodragend vermogen te illustreren is dat de dekkingsgraad nu vaak buiten de grenzen van de beleidsstaffels komt. Deze staffels bevatten geen beleidsregel wat te doen bij onderdekking. Net als banken hebben pensioenfondsen in feite te veel geleend (vreemd vermogen) met te weinig eigen vermogen bij de gegeven risico karakteristieken van de activa. De hefboom (*leverage*) was in feite te groot in het licht van de risico's die aan de activa kant worden genomen.

#### *De-risken van beleggingsportefeuille door matching*

In plaats van het risicodragend vermogen te vergroten kunnen pensioenfondsen er ook voor kiezen de behoefte aan risicodragend vermogen te verkleinen. Passiva en activa kunnen beter op elkaar afgestemd (*gematched*) worden door de risicokarakteristieken van de activakant van de balans aan te passen aan de garanties die men aan de passivakant verstrekt. Zo kan men de huidige nominale garanties *matchen* met nominale obligaties van de juiste *duration* en alleen de buffers (cq de indexatiereserve) risicodragend beleggen. Solvabiliteitsbuffers zijn dan niet of nauwelijks meer vereist. Men heeft dan minder risicodragers nodig die risicodragend vermogen verschaffen.

Nadelen van deze benadering zijn dat deze niet goed aansluit bij optimaal vermogensbeheer over de levenscyclus, niet profiteert niet van (de hoge) risicopremies op aandelen, en niet bijdraagt aan het aanbod van langtermijn risicodragend kapitaal (zie ook Tamerus (2009)). De kostendeekkende premie moet fors omhoog of de pensioenambities moeten aanzienlijk worden versoerd (zowel wat betreft de geambieerde pensioenleeftijd als de indexatiekwaliteit en daarmee het reële pensioenresultaat). Het dichtzetten van nominale risico's is dus duur – met name voor fondsen met nog relatief veel actieve deelnemers. Bovendien blijven begunstigden kwetsbaar voor inflatie risico's en is er geen enkele garantie dat pensioenen gelijke tred houden met de levensstandaard van de rest van de bevolking.

## 2.2 Drie alternatieven voor dure DB systemen...

De prijs van gegarandeerde pensioenen (DB-systemen met keiharde reële garanties) is erg hoog, als er geen risicodragers zijn die de risico's beneden de marktprijs willen dragen. De kosten van deze DB-systemen met koopkrachtgaranties zijn in het verleden onderschat door werkgevers. Maar er zijn nog te lang knollen (een Collectief DC systeem) voor citroenen (DB) verkocht, omdat niemand het slechte nieuws durfde te melden dat citroenen te duur waren geworden voor werkgevers. We betaalden voor knollen (risicodragende aanspraken), omdat we niet bereid waren een groter deel van de loonruimte apart te zetten voor pensioenen. Tegelijkertijd lieten we de deelnemers te lang in de waan dat ze citroenen (DB-claims met koopkrachtgaranties) kregen: de verstrekte nominale garanties deden veel financieel analfabete deelnemers met geldillusie nog geloven in het sprookje van de DB-wereld met harde garanties, terwijl ze eigenlijk in een risicodragende DC-wereld leefden. De pensioenwereld heeft onvoldoende gedaan om deze fundamentele verandering op het netvlies te krijgen van de deelnemers.

Er zijn drie alternatieven voor dure DB-systemen:

1. Het verhogen van de kostendeekkende premie zodat we DB-claims met koopkrachtgaranties kunnen kopen (zie ook Klopper (2009))<sup>5</sup>;
2. Het versoberen van het pensioen door een hogere geambieerde pensioenleeftijd of een lagere *replacement rate* (minder hoge pensioenuitkeringen);
3. Transparant zijn over de risico's die deelnemers dragen en helder maken wie risicodragend vermogen verschaffen zodat deze verschaffers van risicodragend vermogen zich kunnen wapenen tegen de risico's. We versoberen de garanties maar niet de ambities.

De eerste twee opties impliceren dat we de risico's aan de beleggingskant dichtzetten: we passen de activakant aan bij de passivakant van de

5 Klopper (2009) pleit voor het benutten van risicovrije rendementen bij het berekenen van de kostendeekkende premie. Veel pensioenfondsen houden rekening met een risicopremie van zo'n 2% bij de berekening van de kostendeekkende premie. Het gebruik van een risicovrij rendement zou de kostendeekkende premie met gemiddeld zo'n 35% doen stijgen. Dat komt overeen met zo'n 7% van de premiebasis. Daarnaast moet er nog een prijs in rekening gebracht worden voor het afdekken van het inflatie risico.

balans van pensioenfondsen. De derde optie daarentegen past de passiva aan bij de huidige activakant met risicodragende beleggingen die meer gelijke tred houden met de levensstandaard in de economie. Linksom of rechtsom moet de *mismatch* tussen bezittingen en verplichtingen van pensioenfondsen worden beperkt. Pensioenfondsen kunnen in de afwezigheid van externe risicodragers (bedrijven, overheden, private aandeelhouders, en toekomstige generaties) verplichtingen niet verregaand garanderen als ze tegelijkertijd risicodragend beleggen.

*...waarbij wij kiezen voor meer risicodragend kapitaal*

De rest van dit paper concentreert zich met name op de derde optie. Dit biedt naar onze mening uitzicht op het realiseren van de pensioenambities voor een redelijke prijs maar kan tegenvallers voor bepaalde groepen niet uitsluiten. Deze optie gelooft niet in het sprookjesland van spijkerharde koopkrachtgaranties in een onzekere wereld die we niet goed begrijpen. Het neemt de onvermijdelijkheid van het dragen van macro-economische risico's als uitgangspunt en analyseert hoe deze onvermijdelijke risico's het beste kunnen worden gedeeld en gebufferd. We gaan dus niet terug naar een DB-wereld met harde koopkrachtgaranties, maar maken nu de fundamentele doorsteek naar een DC-wereld waarin de deelnemers de macro-economische risico's absorberen zonder ze voor een kleine prijs te kunnen doorschuiven naar anderen (bijvoorbeeld werkgevers of toekomstige generaties). Daarbij worden harde nominale garanties vervangen door de garantie van eerlijk delen. De garantie van solidariteit die pensioenfondsen vorm kunnen geven, is dat macro-economische schokken gelijk worden verdeeld over de verschillende begunstigden en dat het inkomen van gepensioneerden zo veel mogelijk gelijke tred houdt met dat van anderen in de economie.

Door risicodragend kapitaal te blijven verschaffen kunnen pensioenfondsen ook bijdragen aan de stabiliteit van financiële markten. Dit argument wordt nader uitgewerkt in appendix A.

### **2.3 Naar completere contracten**

Het vergroten van het risicodragend vermogen van pensioenfondsen kan door de risicodragers die risicodragend vermogen verschaffen meer van te voren aan te wijzen (voordat meevallers of tegenvallers daadwerkelijk

plaatsvinden). Deze explicitering van het pensioencontract ontbreekt nu nog vaak bij onderdekking en overdekking.<sup>6</sup> Een verdergaande completering van het pensioencontract houdt in dat men op voorhand duidelijk maakt wie extra premies zullen betalen of wie hun aanspraken zien verminderen in 'zwaarweersscenario's' en wie extra indexatie zullen ontvangen of een lagere premie hoeven te betalen in 'mooiweersscenario's'. Dit vergroot de transparantie voor de deelnemers die beter inzicht krijgen in het financiële contract waaraan ze het pensioenfonds kunnen houden.<sup>7</sup> Veel deelnemers leven nog in de ontrechte veronderstelling dat de pensioenuitkeringen verregaand zijn gegarandeerd, zelfs in reële termen. Er moeten geen onrechtvaardige verwachtingen worden gewekt bij de deelnemers.

De continuïteitsanalyse (en het daarop gebaseerde indexatielabel) vereisen overigens al dat men het voorgenomen beleid verregaand specificieert – ook in onder- en overdekking. Dit voorgenomen beleid heeft echter niet het karakter van een pensioencontract waar deelnemers het pensioenfondsbestuur op aan kunnen spreken. Dit voorgenomen beleid zou een meer bindend karakter kunnen krijgen door de in de continuïteitsanalyse opgenomen beleidslijn nadrukkelijker in de communicatie met de deelnemers te betrekken.

#### *Voordelen van completere contracten*

Door vroegtijdig (voordat die risico's zich daadwerkelijk aandienen) afspraken te maken over risicodeling worden belangenconflicten tussen de belanghebbenden bij onder- of overdekking voorkomen. Ex ante is het mogelijk *win-win* situaties te bereiken waarbij overdrachten van groep A naar groep B in een slechtweersscenario kunnen worden geruild voor overdrachten van groep B naar groep A in een goedweersscenario. Men doet dan een beroep op verzekerings solidariteit (waardoor alle partijen profiteren) in plaats van herverdelende solidariteit (waarbij ten minste één van de partijen moet inleveren).

6 Voor een pleidooi voor verdere explicitering van het risicocontract zie Driessen en Gortzak (2008).

7 Ook in veel publieke omslagsystemen met inkomensgerelateerde pensioenen heeft men de laatste jaren risicocontracten geëxpliciteerd. In deze notional defined-contribution systemen worden risico's ook via van te voren vastgestelde regels opgevangen. Zweden was in de jaren negentig het eerste land dat de risicodeling expliciteerde in vaste regels waarbij deelnemers de meeste risico's dragen.

Een ander voordeel van completere contracten is dat er minder snel politieke druk ontstaat op de pensioenfondsbestuurders. Pensioenen worden minder snel betrokken bij koopkrachtdiscussies. Completere contracten zijn dan ook een bescherming tegen druk van politiek krachtige belangenorganisaties. Daarmee neemt het vertrouwen van minder goed georganiseerde deelnemers in de pensioenfondsen toe. Men kan er immers beter van op aan dat er bij onderdekking geen stoelendans ontstaat waarvan zij het slachtoffer worden. Completere contracten voorkomen ook dat regelmatig heronderhandelt moet worden over de verdeling van mee- en tegenvallers.

Verder worden bij completere contracten de belangen van de verschillende belanghebbenden duidelijker (zie Ambachtshoer (2008)). Zo kan een pensioenfondsbestuur de verschillende belangen beter afwegen, bijvoorbeeld bij de vaststelling van het beleggingsbeleid. Als men bijvoorbeeld in een situatie met nominale onderdekking blijft beleggen in aandelen is het helder wie de bijbehorende risico's draagt. Dit komt de kwaliteit van het risicobeheer ten goede.

#### *Discretie als risicodragend*

Er zitten echter ook grenzen aan het completeren van contracten. Niet alle eventualiteiten kunnen lang van te voren worden voorzien. Door je niet van de voren vast te leggen, geef je het pensioenfondsbestuur de ruimte om recht te doen aan de specifieke, vaak onvoorziene, omstandigheden van een bepaald moment. Het kan bijvoorbeeld uitmaken of er tegelijkertijd met schokken in de dekkingsgraad specifieke effecten zijn op bepaalde groepen deelnemers. Zo ligt het meer voor de hand ouderen te ontzien als de AOW op hetzelfde moment wordt aangetast en jongere actieven profiteren van goede vooruitzichten op de arbeidsmarkt.<sup>8</sup> Een ander voorbeeld is dat onderdekking bij een lage rentevoet als gevolg van uitzonderlijke omstandigheden in zeer volatiele financiële markten minder snel om actie vraagt dan onderdekking bij een hoge rentevoet en stabiele financiële markten. Het is moeilijk om alle denkbare eventualiteiten van te voren vast te leggen in een compleet contract. Men kan de extra discretionaire speelruimte voor het bestuur om het contract nog nader in te vullen beschouwen als een waardevol onderdeel van onder-

<sup>8</sup> Hierbij is een belangrijke onderliggende vraag of je pensioen beschouwt als een financieel product of als een politiek-maatschappelijk instrument om koopkrachtoefecten te beperken.

linge risicodeling dat het risicodragende vermogen van pensioenfondsen vergroot zonder dat daarbij het risicocontract van te voren tot in detail hoeft te worden gespecificeerd.

Een ander nadeel van complete contracten kan zijn dat deelnemers meer rechten ontlenen aan dat contract en het bestuur over minder speelruimte beschikt om middelen te herverdelen tussen verschillende groepen of alsnog extra premie te vragen van de werkgever. Bij completere contracten wordt het verder direct duidelijk welke groepen meer belang hebben bij meer risicodragende beleggingen en welke groepen garen spinnen bij minder risicovol beleggingsgedrag. Dit kan conflicten tussen verschillende groepen begunstigden veroorzaken over het gewenste beleggingsbeleid.<sup>9</sup>

#### *Defaults als tussenoplossing*

Het algemene principe om meer risicodragend vermogen voor de fondsen te creëren op basis van completere contracten kan ook op een derde manier worden vormgegeven. Een aantrekkelijke tussenoplossing tussen volledig gespecificeerde contracten en volledige discretie is om *defaults* te specificeren betreffende het beleid in mogelijke toekomstige scenario's. Dit is analoog aan de manier waarop thans voorgenomen beleid ten aanzien van indexatie en premieaanpassingen aan de deelnemers wordt gecommuniceerd en als input fungeert voor de continuïteitsanalyse. Omdat niet alle toekomstige omstandigheden overzien kunnen worden, kan het bestuur gemotiveerd afwijken van het aangegeven voorgenomen beleid.

## **2.4 Minder zekerheid en hogere verwacht rendement voor actieven**

Zoals eerder aangegeven analyseren we in paragraaf 2.4 tot 2.6 een aantal manieren om het risicodragend vermogen van de pensioenfondsen te vergroten en de verplichtingen en beleggingen beter op elkaar af te stemmen. Deze paragraaf bespreekt een eerste manier om dat te doen, namelijk het verminderen van de onvoorwaardelijke nominale verplichtingen aan met name actieven. Actieven kunnen zich veroorlo-

9 Om dit te voorkomen zou men het beleggingsbeleid kunnen differentiëren voor verschillende groepen. Zie ook paragraaf 2.3.

ven meer risicodragend te beleggen omdat het pensioenvermogen een kleiner deel uitmaakt van hun totale vermogen (inclusief het menselijk kapitaal: de contante waarde van het looninkomen bij de inzet van de volledige verdien capaciteit).<sup>10</sup> Verder kunnen zijn de ambities voor hun levensstandaard gedurende hun pensioen makkelijker aanpassen dan de ouderen die al met pensioen zijn. De grotere capaciteit van jongeren om financiële risico's op te vangen impliceert dat pensioenfondsen met meer jongere deelnemers meer risicovol kunnen beleggen dan pensioenfondsen met vooral oudere deelnemers. Daar komt nog bij dat actieven door hun langere beleggingshorizon meer bloot staan aan inflatierisico's en het risico dat hun pensioenaanspraken geen gelijke tred houden met de groei in de economie. Deze risico's worden niet afgedekt door nominale garanties, maar kunnen wel voor een deel worden beperkt door beleggingen die meegroeien met het nominale nationale inkomen.

Door de nominale aanspraken van de jongeren meer te variëren met de beleggingsresultaten van het fonds kan men meer maatwerk bieden, zodat jongeren profiteren van hogere risicopremies. Jongeren in een grijs fonds worden niet langer gedwongen te beleggen in nominale obligaties met een laag verwacht reëel rendement en een hoog inflatie risico. Het pensioenfonds kan voor jongeren een portefeuille met meer aandelenrisico aanhouden dan voor ouderen. Dit kan worden vormgegeven zonder het fonds te splitsen, namelijk met een leeftijdsafhankelijke staffel of door garanties op te laten lopen met de leeftijd (zie voor verschillende varianten Munsters et al (2008) en Tamerus (2008)). Deze varianten zijn een natuurlijke volgende stap in de eerder ingeslagen weg om ook actieve deelnemers te betrekken als verschaffers van risicodragend vermogen door over te gaan van eindloonstelsels naar voorwaardelijk geïndexeed middelloon. Daarin variëren immers naast de aanspraken van inactieven en slapers ook de aanspraken van actieven met de financiële positie van het fonds.

Bovenstaande sluit nauw aan bij het pleidooi van Keith Ambachtsheer voor een pensioencontract met twee componenten: een DC-beleggingspot: 'eigen vermogen' corresponderend met 'voorwaardelijke verplichtingen' of 'speculatieve portefeuille' corresponderend met 'ambities' en een gegarandeerde annuïteit: 'vreemd vermogen'

10 Dit geldt met name als actieven hun consumptie en arbeidsinspanning gemakkelijker kunnen aanpassen tijdens hun actieve periode.



corresponderend met 'onvoorwaardelijke verplichtingen' of 'hedging portefeuille' corresponderend met 'garanties'.<sup>11</sup>

Deelnemers beginnen op jonge leeftijd met het opbouwen van DC-pot die ze op latere leeftijd gedeeltelijk omzetten in een DB-achtig pensioen op basis van de gegarandeerde annuïteit.<sup>12</sup> Ook gepensioneerden zullen overigens in de meeste gevallen nog een deel van het beleggingsrisico moeten dragen om pensioenen betaalbaar te houden – zeker als zij vroeg met pensioen gaan. Ook zij (en met name de jongere senioren) behouden dus een DC-component en zijn dus voor een deel risicodragers (zie Koijen et al (2006)). Eventueel kan men onderscheid maken tussen verschillende risico's. Zo kan men ouderen meer beschermen tegen actuariële risico's dan tegen beleggingsrisico's. Verder kan men ouderen laten delen in macro-economische loonrisico's door DB claims te koppelen aan de lonen of de groei van de economie. Deze variant wordt aantrekkelijker als ouderen hun welvaart vooral afmeten aan het welvaartsniveau van werkende generaties.

### *Voordelen*

Een grotere rol voor actieven als risicodragers genereert een aantal voordelen:

1. Met minder garanties voor actieve deelnemers neemt de solvabiliteit en het risicodragend vermogen van pensioenfondsen toe. De dekingsgraad van pensioenfondsen worden bovendien minder gevoelig voor rentefluctuaties omdat de *duration* van de onvoorwaardelijke verplichtingen daalt met minder grote onvoorwaardelijke verplichtingen aan actieven. Pensioenfondsen zijn dus in staat een trendmatig beleid te voeren dat minder doorkruist wordt door de volatiliteit van marktwaardering.<sup>13</sup>

- 11 Deze hervorming is in zijn ogen de grote uitdaging voor Europese pensioensstelsels, inclusief het Nederlandse (zie Ambachtsheer (2008)).
- 12 Knot (2008) suggereert een model met lagere defined-benefit verplichtingen omdat jongeren een voorwaardelijke in plaats van een onvoorwaardelijke aanspraak krijgen. Knot benadrukt dat deze variant ook goed past in het FTK. Frijns stelt in het themanummer van Nederlands Pensioen en Beleggingsnieuws (NPN) van december 2006/januari 2007 een twee-componentenfonds voor bestaande uit een opbouwfonds voor de actieven met risicodragende aanspraken en een annuïteitenfonds voor de post-actieven.
- 13 Eerste vingeroefeningen met een gestyleerd life-cycle model (zie Bovenberg et al (2007)) geven aan dat de *duration* van de onvoorwaardelijke verplichtingen halveert

2. Met minder onvoorwaardelijke verplichtingen kunnen pensioenfondsen zich daadwerkelijk gaan gedragen als langetermijnbeleggers, die bij dalende beurzen minder onder druk komen om aandelen te verkopen. Dit versterkt de stabiliserende rol van institutionele beleggers in kapitaalmarkten. Lage rentestanden resulteren minder in grote deflationaire effecten. Dit komt de macro-economische stabiliteit ten goede.
3. Volatiliteit van beurswaarden en rendementen gaat meer zitten in 'papieren' pensioenrechten en minder in de *cash flow* van de werkenden en de gepensioneerden. Dit beperkt de effecten van fluctuaties op de kapitaalmarkten op de koopkracht en de geaggregeerde vraag. Ook het overheidssaldo wordt niet langer direct belast door hogere (aftrekbare) premies en lagere (belaste) uitkeringen. Zowel de actieven als de overheden ontsparen meer in recessies en sparen meer in vette jaren.
4. Door de risico's voor een groter deel toe te wijzen aan actieven benutten de lange hersteltermijn van de werkenden zonder daarbij de continuïteit van het fonds op het spel te zetten door de participatie van actieven in het fonds minder aantrekkelijk te maken. Zo wordt het waarborgen van continuïteit van het fonds verzoend met het zoveel mogelijk uitsmeren van schokken over het leven van de deelnemers. Door risico's direct toe te wijzen aan de huidige deelnemers voorkomt men ook dat deze kunnen worden doorgeschoven naar toekomstige deelnemers.

De actieven worden als risicodragers feitelijk de eigenaar (de aandeelhouders) van een (niet-beursgenoteerde) verzekeraar. Deze verzekeraar garandeert de uitkeringen aan de gepensioneerden en draagt de risico's die niet of nauwelijks op de markt verhandeld worden (zoals langlevensrisico en (loon)inflatierisico). De zeggenschap over het fonds hoort dan ook meer thuis bij de actieven dan bij de gepensioneerden die door garanties zijn beschermd. Pleidooien voor een groter gewicht van ouderen in de pensioenfondsbesturen snijden minder hout, als de garanties aan ouderen bindend zijn toegezegd.

als fondsen leeftijdsafhankelijk kunnen beleggen en hun premie kunnen variëren met beleggingsresultaten zodat jongeren meer risico kunnen nemen.

### *Stabiliteit en solidariteit*

De meer risicodragende claims dienen gewaardeerd te worden tegen verwachte rendementen. Dit maakt duidelijk dat het toevoegen van meer risicodragende claims niet alleen leidt tot minder volatiliteit in de buffers, maar dat er zelfs enige automatische stabiliteit van kan uitgaan indien sprake is van *mean reversion*. Na een beursval neemt het pensioenvermogen van de actieven af, maar daar staat een hoger verwacht rendement (risicopremie) in de toekomst tegenover. Onder die veronderstelling hebben jongeren na de recente beursval het voordeel dat aandelen relatief goedkoop kunnen worden aangeschaft. Dit alles kan resulteren in een contracyclisch toezicht waarbij men bij hoge beurskoersen kiest voor lage verwachte rendementen (en dus hoge 'buffers') en bij lage koersen juist voor hoge verwachte rendementen (en dus lage 'buffers'). Zo variëren in feite de benodigde besparingen op contracyclische wijze.

De grotere rol voor actieven als risicodragers, bijvoorbeeld door gebruik te maken van een leeftijdsafhankelijke staffel, versterkt de wederzijdse solidariteit. Zo wordt voorkomen dat ouderen die net voor hun pensioen zitten zwaar in hun koopkracht getroffen worden door tijdelijk lagere rentestanden of een beursval. Jongeren zijn solidair met ouderen in slechte tijden, omdat de geïnde premies vooral worden gebruikt voor uitkeringen aan de gepensioneerden. Daar krijgen ze echter wel wat voor terug: in goede tijden komen de extra beleggingsinkomsten vooral aan hen toe. Solidariteit komt ook extra tot uitdrukking door uit te gaan van loongerelateerde uitkeringen, zodat gepensioneerden delen in het loonrisico van actieven. De grotere rol voor actieven als risicodragers zal er ook toe leiden dat de huidige nadruk op nominale garanties voor actieven wordt voorkomen. Nadruk op het afdekken van nominale garanties impliceert dat jongeren veel inflatierisico lopen. Voorzover, voor ouderen, nog garanties worden afgegeven, dienen dit reële garanties te zijn.

Solidariteit kan ook meer gevoeld worden als ouderen in slechte tijden niet volledig worden ontzien maar enigszins getroffen worden in hun koopkracht (*cash flow*). De actieven worden relatief meer getroffen maar dan in hun papieren pensioenaanspraken. Terwijl onder het vroegere risico contract actieven in slechte tijden vooral getroffen werden door inhaalpremies (dwz in hun *cash flows*), delen ze nu in de risico's via hun reeds opgebouwde pensioenaanspraken. Het systeem kan zo worden

ingericht dat alle generaties op dezelfde manier worden getroffen in hun besteedbare inkomen na een negatieve macro schok en ook op dezelfde manier profiteren van stijgende contractlonen. Door aanpassingen te communiceren in termen van besteedbare inkomens in plaats van aanspraken, laat men zien dat het systeem solidair is. Wat in aanspraken ongelijk *lijkt* kan in termen van besteedbaar inkomen gelijk *zijn* (en andersom).<sup>14</sup>

### *Nadelen*

Uiteraard kleven aan een grotere rol voor actieven als risicodragers ook een aantal nadelen. Ten eerste is de prijs van het grotere eigen vermogen van de fondsen dat met name jongeren worden geconfronteerd met volatiele pensioenaanspraken. Er is niet langer een pensioenfonds dat de fluctuaties in de waarde van de beleggingen intermedieert: de fluctuerende waarde van de beleggingen worden direct verdeeld over de huidige deelnemers. De jongeren zullen er van overtuigd moeten worden dat het opgeven van nominale garanties en het omzetten in gestaffeld risicodragend vermogen in hun belang is. Veel mensen hechten aan garanties. Deels heeft dit te maken met percepties die afhankelijk zijn van hoe je risico's communiceert. Beleggers in aandelen lijken redelijk om te kunnen gaan met verliezen op hun portefeuilles. Dit geldt echter niet voor spaartegoeden, waarmee pensioenuitkeringen worden vergeleken. Ook is sprake van geldillusie waardoor de desastreuze langetermijneffecten van inflatie worden onderschat. Op het belang van het reduceren van optische verschillen in pensioenuitkomsten wordt hieronder nader ingegaan.

Een tweede punt is dat het een uitdaging zal zijn om in goede tijden deelnemers te overtuigen dat het fonds er goed aan doet vermogens op peil te houden als buffers voor slechte tijden. Net zoals onder het huidige systeem is het moeilijk te bepalen hoe groot opgebouwde vermogens moeten zijn om pensioenambities waar te maken. Ook is het vaststellen van de mate van risicodragendheid van de ambities een uitdaging, zeker omdat de beleggingsmix een collectieve beslissing blijft van het bestuur. Als deelnemers meer risico lopen, zullen ze wellicht een grotere

14 De reden is dat actieven relatief hoge besteedbaar inkomens genieten ten opzichte van hun pensioenaanspraken. De pensioenaanspraken moeten daarom relatief meer variëren voor jongeren om voor alle cohorten dezelfde variatie te krijgen in besteedbare inkomens.

invloed willen op het beleggingsbeleid. Grotere individuele keuzevrijheid impliceert echter ook direct het risico van verkeerde beslissingen. Men zal de keuzevrijheid dus willen beperken. In ieder geval zijn goede *defaults* essentieel voor degenen die niet willen kiezen.

Een derde, veel gehoord, argument tegen het meer risicodragend maken van de rechten van jongere deelnemers is dat hiermee het hek van de dam zou zijn en afscheid genomen zou worden van solidariteit. Zodra verschillende groepen niet meer een identiek pensioencontract wordt opgelegd zullen allerlei groepen opstaan die allemaal het contract in hun voordeel willen bijstellen. Hiertegen kan worden ingebracht dat een uniform product voor alle deelnemers niet goed aansluit bij verschillende preferenties en omstandigheden. Deze eenheidsworst dreigt het draagvlak voor solidariteit uit te hollen (zie Nijman en Oerlemans (2008)). Binnen het systeem blijft ook ruimte voor voorspelbare intergeneratie-*onele* solidariteit. Zo blijft het mogelijk om jongeren minder rechten te geven dan de waarde van de premie die zij inleggen. Zo kan men kiezen voor doorsneeopbouw en doorsneepremie en de risicopremie ook ten goede laten komen aan oudere generaties.

Een ander nadeel is dat bestuurlijk grote verschillen in een bepaald jaar in indexatie van rechten tussen verschillende groepen moeilijk hanteerbaar lijken (zie Driessen en Gortzak (2008)). Een optisch verschillende behandeling van ouderen en jongeren kan verkeerd uitpakken. In een periode van stijgende rente en hoge beleggingsrendementen zullen de ouderen met jaloerse blik kijken naar de hoge rechten die jongeren opbouwen en in een periode waarin het allemaal tegenzit zullen jongeren zich beklagen over het feit dat de opbouw van hun rechten te lijden heeft onder de bescherming die de ouderen genieten. Dit optische probleem kan echter worden verminderd door de pensioenuitkomsten te communiceren in termen van naar verwachting op de pensioenleeftijd opgebouwde rechten of *cash flows* in plaats van de verandering in de reeds opgebouwde rechten. Gelijke effecten in termen van de verandering van de pensioenleeftijd (of besteedbaar inkomen) komen overeen met ongelijke veranderingen in reeds opgebouwde rechten tussen jongere en oudere actieven. Naarmate schokken dus gecommuniceerd worden in termen van de verandering in de verwachte pensioenleeftijd (of besteedbaar inkomen) in plaats van gemiste indexatie op reeds opgebouwde rechten ligt het meer voor de hand om actieven minder zekerheid en meer upward potential te geven op hun opgebouwde

aanspraken. Het veranderen van de manier (de 'bril') waarmee je naar risico's kijkt is echter niet triviaal. Elke verandering in communicatie is kostbaar.

Men kan zich ook de vraag stellen of jongeren wel zoveel meer risico kunnen lopen dan ouderen. Jongeren dragen al vaak veel risico's omdat zij hun eigen huis vaak met een aanzienlijke beleggingshypotheek financieren. Verder hebben jongeren te maken met arbeidsmarktrisico's (bijvoorbeeld werkloosheid en loonrisico's) die meestal gecorreleerd zijn met de risico's op financiële markten.

Gepensioneerden, met name met lagere inkomens, worden juist beschermd door de loonindexatie van de AOW. Men moet daarom een zekere risicodragendheid voor deze gemiddeld gesproken redelijk welvarende groep niet dramatiseren – ook niet omdat veel ouderen een aanzienlijk deel van hun pensioenuitkeringen sparen en veel gepensioneerden die aanvullende pensioenen ontvangen er warmpjes bij zitten. Veel vermogens die ouderen hebben vergaard komen uiteindelijk ten goede aan de kinderen als erfenis. Veel ouderen hebben een redelijke risicobuffer. Daar staat tegenover dat veranderingen in de reële uitkeringen aan ouderen van bijvoorbeeld 2% per jaar door het achterwege blijven van indexatie zich direct vertalen in de koopkracht van deze groep die door de vergrijzing een steeds belangrijker stem krijgt in de samenleving.

Het zal overigens ook moeilijk zijn ouderen te ontzien. De meeste aanspraken op pensioenfondsen zijn opgebouwd door oudere actieven die nog maar een relatief korte periode te gaan hebben tot hun pensioen. De pensioenleeftijd moet dus een belangrijke buffer zijn om dit systeem goed te laten functioneren. Dit is ook een nadeel van dit systeem want als het slecht gaat met de financiële markten is de arbeidsmarkt vaak ook niet florissant. Bovendien holt het risicoventiel van de pensioenleeftijd de vermogenspositie van pensioenfondsen verder uit omdat ouderen geen kostendekkende premie betalen voor de extra rechten die zij opbouwen door langer door te blijven werken (vanwege de systematiek van doorsnee opbouw).

#### *Vereiste risicocapaciteit*

Goudgerande zekerheid eisen over een lange opbouwperiode is voor met name jonge actieven uiterst duur en gaat ten koste van de verwachte opbouw (de ambities). Het beste wat je kunt doen is solidariteit vormge-

ven door te delen in de onvermijdelijke macro-economische risico's en voldoende knoppen beschikken om deze risico's op te vangen. Het gaat om het benutten van het herstelvermogen in een continuïteitsperspectief. De communicatie zou dus ook minder gebaseerd moeten worden op de waarde van de reeds opgebouwde aanspraken maar vooral op de waarschijnlijkheid dat pensioenambities op de pensioenleeftijd worden gehaald (eventueel met hulp van latere premie verhogingen). Op deze manier benut men volledig de langere hersteltermijn van de actieven en het daarbij horende continuïteitsperspectief. Het lijkt ook van belang te communiceren in termen van de leeftijd waarop naar verwachting of met een bepaalde zekerheid een bepaald pensioenresultaat zal zijn behaald. Al deze veranderingen betekenen een forse uitdaging voor de pensioencommunicatie.

Meer risicodragendheid voor actieven vereist ook dat zij met grotere risico's kunnen omgaan. Als er op een bepaald moment sprake is van een sterke daling van de opgebouwde rechten is er voor actieven nog voldoende tijd over de schade te herstellen. De risico's voor jongere actieven kunnen worden beperkt door bij onverhoopte tegenvallers een extra premie te heffen over de rest van het leven van de betrokkene. Het premie-instrument wordt zo niet geheel uitgeschakeld bij tegenvallers, maar juist geleidelijk meer ingezet als rendementen zich herstellen.<sup>15</sup> De inzet van het premie-instrument kan er bovendien voor zorgen dat de relatieve effecten van schokken op het besteedbare inkomen van ouderen en jongeren niet te veel uiteenlopen. Hierbij kan men bijvoorbeeld denken aan zogenaamde SMART spaarplannen waarbij werknemers een deel van hun toekomstige loonsverhogingen benutten om meer premie te gaan betalen (verplicht dan wel via *defaults*). Dit maakt premie verhogingen minder pijnlijk (zie Benartzi en Thaler (2004)).

Een alternatieve manier voor oudere actieven om risico's te bufferen is het uitstellen van de pensioenleeftijd. De pensioenleeftijd is een effectief instrument om schokken op te vangen: een jaar langer doorwerken levert zo'n 8% meer pensioen op. Dit risicoventiel vereist wel een flexibele arbeidsmarkt voor ouderen.

15 Analyses op basis van een levenscyclus model geven aan dat een flexibelere premie een belangrijk instrument is om risico's op te vangen. Het uitschakelen van de premie als instrument om de risico's te beheersen betekent een verlies van ongeveer een kwart van de waarde van het pensioen. Het vermijden van elk risico levert een verlies op van bijna een derde van het pensioen.

De eerste twee manieren om risico's te bufferen (herstelpremies en uitstel pensioenleeftijd) benutten in feite het menselijk kapitaal van actieven als risicodragers en verminderen de noodzaak voor het aanhouden van financiële buffers. Een derde manier om met de risico's om te gaan is het neerwaarts bijstellen van het ambitieniveau van de pensioenuitkering. Het aanpassen van de levensstandaard gedurende het pensioen is beter mogelijk als er meer voorbereidingstijd is en ligt dus meer voor de hand voor jongere actieven.

## 2.5 Langere hersteltermijnen

De risicocapaciteit van pensioenfondsen kan ook worden vergroot door het pensioencontract op zich te handhaven maar te kiezen voor lange perioden van onderdekking waarbij nominale pensioenen gewoon blijven worden uitbetaald. Dat betekent dat risico's naar de toekomst worden verschoven. In veel gevallen zal *naar verwachting* herstel optreden als het pensioenfonds in geval van onderdekking blijft beleggen in risicodragende activa. Daar staat echter wel het risico tegenover dat de beleggingsresultaten tegenvallen en de solvabiliteit verder verslechtert. Dit kan tot gevolg hebben dat men in een later stadium de belanghebbenden zwaarder zal moeten aanslaan. In dat geval zal men bijvoorbeeld pensioenrechten moeten verlagen, premies moeten verhogen of toekomstige pensioenopbouw van werkenden moeten verlagen. Men dreigt bij het verder toenemen van de onderdekking namelijk in een negatieve spiraal te geraken omdat beleggingsopbrengsten dalen met het slinkende kapitaal. Afhankelijk van de gekozen optie bij het verder toenemen van onderdekking worden risico's dan gedragen door huidige en toekomstige deelnemers (als nominale rechten moeten worden verlaagd), door toekomstige premiebetalers (als herstelpremies omhoog moeten hetzij door hogere premies hetzij lagere pensioenopbouw).<sup>16</sup> In deze benadering kan de effectiviteit van het instrument van de herstelpremie worden versterkt. Tenzij de omvang van de premiebasis ten opzichte van de verplichtingen heel klein is levert een hogere premie (dan wel een lagere

<sup>16</sup> Afhankelijk van de arbeidsmobiliteit en de internationale verhandelbaarheid van de geproduceerde producten kunnen de premiebetalers de last afwentelen op consumenten of kapitaalverschaffers (zie ook verder).



pensioenopbouw) over een lange periode voor de meeste pensioenfondsen immers wel degelijk wat op.

Een tweede optie bij het verder wegzakken van de dekkingsgraad kan zijn dat er op wordt gespeculeerd dat de overheid uiteindelijk te hulp zal schieten. Dan is er in feite sprake van een door de overheid geschreven put-optie. De waarde van deze optie wordt gemaximaliseerd door bij onderdekking risicovol te blijven beleggen. De *upside* is immers voor de deelnemers van het pensioenfonds, maar de *downside* is voor toekomstige belastingbetalers. In dit geval treden dus in feite de overheid (en daarmee toekomstige belastingbetalers) op als extra verschaffers van risicodragend vermogen. In feite herkapitaliseert de overheid de pensioenfondsen door ook toekomstige belastingbetalers als risicodragers gedwongen bij het pensioencontract te betrekken – net zoals dat gedurende de crisis van 2008/2009 bij een aantal verzekeraars is gebeurd (waaronder ING en Aegon). Het verschil is wel dat de pensioenfondsen in tegenstelling tot de verzekeraars de overheid niet laten delen in de *upside* en dus geen vergoeding betalen voor de door de overheid ter beschikking gestelde put optie.

### *Voordelen*

Een belangrijk voordeel van een langere hersteltermijn is dat men schokken over een langere periode uitsmeert en men meer kan profiteren van intergenerationele risicodeling. Men voorkomt dat men een negatieve schok moet afwentelen op een beperkt aantal deelnemers; men kan ook jongeren die nog geen deelnemer waren op het moment van negatieve schokken via herstellpremies aanspreken op de geleden schade. De huidige deelnemers worden (zeker op korte termijn) zo veel mogelijk ontzien. Toekomstige deelnemers en toekomstige belastingbetalers zijn bij de besluitvorming vaak minder in beeld. Bij incomplete contracten zijn de risicodragers bovendien onduidelijk, terwijl degenen die de kosten dragen wel heel duidelijk zijn als de onderdekking wordt hersteld door bijvoorbeeld het verlagen van individuele rechten. Het is op korte termijn makkelijker onderdekking als een soort collectieve schuld boven het systeem te laten rondhangen dan deze schuld toe te wijzen aan bepaalde groepen. Vanuit het gezichtspunt van de deelnemers van het pensioenfonds is bovendien het maximaliseren van de waarde van de impliciete overheidsgarantie aantrekkelijk.

Verder is er bij langere hersteltermijnen bij negatieve macro-economische schokken meer sprake van automatische stabilisatoren. De geaggregeerde vraag wordt tijdens magere jaren op peil gehouden, omdat de kosten worden doorgeschoven naar de toekomst. Er is een gerede kans dat in de toekomst hogere premies dan wel langere uitkeringen minder schade aanrichten. In een recessie kunnen hogere premies forse schade aanrichten. In een hoogconjunctuur met snel stijgende koopkracht ligt dat anders. Deze macro-economische overwegingen kunnen een reden zijn waarom het publieke belang dicteert dat de overheid langere hersteltermijnen toestaat alhoewel dit de waarde van de impliciete overheidsgarantie vergroot.

### *Nadelen*

Een eerste nadeel van een langere hersteltermijn is het risico op discontinuïteit in slechte scenario's. Als premiebetalers worden aangesproken op onderdekking dreigt discontinuïteit, omdat jongeren niet meer toetreden tot de betreffende CAO's dan wel de sector verlaten met meenemen van hun nominale rechten. Bij een hoge arbeidsmobiliteit (zzp-schap is bijvoorbeeld een mogelijk alternatief) zijn de werkgevers in feite risicodragers. Zij zullen dan immers hogere lonen moeten betalen om jonge werknemers nog te interesseren voor hun sector – zeker in de krappe arbeidsmarkt.<sup>17</sup> Verder legt de *debt overhang* en de daarmee gepaard gaande hogere collectieve druk een langdurige druk op de economische activiteit in de betrokken sectoren. Een vicieuze cirkel dreigt dan doordat de sector leegloopt.

Een tweede nadeel van langdurige onderdekking is dat het gevaar dreigt dat jongere actieven politieke druk gaan uitoefenen om de verplichtstelling op te blazen. Door herverdeling te koppelen aan risicodeling wordt het pensioensysteem minder robuust. Sommige partijen hebben er dan immers belang bij om het systeem te verlaten. Er is niet langer sprake van een *win-win* situatie. Het pensioensysteem wordt onderdeel van een conflict tussen generaties. Dit betekent ook dat het

17 In sectoren die niet-verhandelbare goederen en diensten produceren kunnen werkgevers deze last afwentelen op consumenten. In deze sectoren speelt het discontinuïteitprobleem minder en zijn de consumenten feitelijk risicodragers. Bij bedrijfstakpensioenfondsen is het discontinuïteitrisico meestal kleiner dan bij ondernemingspensioenfondsen omdat de arbeidsmobiliteit tussen sectoren kleiner is dan binnen een sector.

politieke risico voor oudere generaties toeneemt. Zij zijn immers afhankelijk van de bereidheid van jongeren om hun uitkeringen te betalen.

Het risico als gevolg van langere hersteltermijnen ook bij de huidige deelnemers terechtkomen, omdat uitkeringen later alsnog moeten worden versoberd – bijvoorbeeld om discontinuïteit te voorkomen als jongere premiebetalers dreigen weg te lopen.<sup>18</sup> Op die manier worden onvoorwaardelijke aanspraken in feite omgezet in voorwaardelijke rechten. Men blijft bij onderdekking in eerste instantie nog gewoon de nominale uitkering ontvangen, maar loopt het risico dat deze uitkering later moet worden verlaagd afhankelijk van de ontwikkeling op de financiële markten. In feite wordt het op peil blijven van uitkeringen op de korte termijn gekocht door de uitkeringszekerheid op de lange termijn te verminderen.

Een ander nadeel is dat een langere hersteltermijn belanghebbenden kan verleiden om moeilijke keuzen te ontlopen en weinig transparant te zijn over wie het risico van blijvende onderdekking draagt. Er is in feite sprake van een zachte budgetrestrictie waarbij men kosten en risico's naar voren schuift zonder deze toe te delen aan een bepaalde partij. Door deze moeilijke keuzen te ontlopen dreigt er een stoelendans in slechte scenario's, waarbij zwakke partijen geconfronteerd worden met tegenvallers waar ze zich niet op hebben kunnen voorbereiden. Dit vooruitzicht ondermijnt het vertrouwen in het systeem. Ook op deze manier wordt de continuïteit van het stelsel op het spel gezet.

Bij langdurige onderdekking worden pensioenen in feite voor een groter deel op basis van omslag gefinancierd. Als de jongeren zich op allerlei manieren gaan onttrekken aan de daarmee gepaard gaande herverdelende solidariteit, kan er druk komen om het pensioenstelsel te regelen via de overheid. De overheid beschikt namelijk over de meest krachtige middelen om jongeren te dwingen bij te dragen aan het financieren van de huidige pensioenuitkeringen – namelijk het belastinginstru-

18 De premiebetalers kunnen risico's dus door hun sterke economische positie uiteindelijk toch weer terugwentelen naar de pensioengerechtigden (of de overheid als overheid impliciet garant staat). Het is overigens de vraag hoe heet de soep gegeten wordt want veel jongeren interesseren zich überhaupt weinig voor hun pensioen en beschouwen de pensioenpremie voor een groot deel al als een belasting (die het vanwege de doorsneeopbouw trouwens ook is). Verder zijn er voor actieven niet veel alternatieve sectoren na een negatieve macro schok – zeker niet als men er in slaagt ook zzp'ers onder te brengen bij pensioenfondsen.

ment; omslagssystemen kunnen het beste worden vormgegeven door de grootste collectiviteit, dus Nederland als geheel (zie bijvoorbeeld Verbon (2008)).<sup>19</sup> Zzp'ers en werknemers in relatief jonge sectoren kunnen zich dan niet langer onttrekken aan intergenerationele solidariteit met oudere bedrijfstakken waar meer ouderen werken en waar meer pensioenrechten zijn opgebouwd. Lange hersteltermijnen bedreigen dus ook op deze manier de continuïteit van het stelsel zoals we dat nu nog kennen.

Een ander risico van het accommoderen van langdurige onderdekking is een conflict tussen pensioenfondsen en de overheid en haar toezichthouder (DNB) over het gewenste beleggingsbeleid. DNB moet er op toezien dat de waarde van de impliciete overheidsgarantie binnen te perken blijft en dat de pensioenfondsen hun verantwoordelijkheden niet afschuiven op toekomstige belastingbetalers. Bij langdurige onderdekking zal de invloed van de externe toezichthouder en de overheid op het systeem toenemen met als gevolg minder vrijheid voor pensioenfondsen om hun eigen beleid te voeren. De belangentegenstelling tussen pensioenfondsen (beschermen huidige deelnemers) en overheid (beschermen toekomstige belastingbetalers) wordt dus scherper. Eigenlijk is dit weer een andere manier waarop onderdekking de continuïteit van het huidige stelsel bedreigt.

## **2.6 Andere manieren om het risicodragend vermogen te vergroten**

Deze paragraaf bespreekt kort een aantal alternatieve manieren om het risicodragende vermogen van pensioenfondsen te vergroten.

### *Minder garanties voor iedereen*

Een andere mogelijkheid om meer risicodragend vermogen te creëren is om voor dezelfde premie elk jaar minder (nominale) garanties op te bouwen voor alle actieven. De reële ambities (een geïndexeerd pensioen) blijven hetzelfde of kunnen zelfs worden vergroot. Het gaat dan bijvoorbeeld om 1% per jaar nominaal gegarandeerde opbouw maar 2% per jaar opbouw van reële ambitie. In feite vergroot je zo het risicodragende ('DC')

<sup>19</sup> Zie ook de recente pleidooien van Eduard Ponds (en eerder Jan Kuné) voor een nationaal pensioenfonds. Een nationaal pensioenfonds beperkt het discontinuïteitsrisico.

deel in de opbouwfase in het huidige hybride DB/DC-stelsel met een mix van risicodragende en gegarandeerde aanspraken.

Een meer fundamentele hervorming die hierbij aansluit is om reële in plaats van nominale garanties te verschaffen. Nadeel is dat bij dezelfde verhouding van voorwaardelijke (risicodragende) en onvoorwaardelijke (gegarandeerde) aanspraken de reële garanties optisch lager zullen lijken (de waarde van een nominale opbouw van 2% per jaar komt bij een gemiddelde *duration* van 20 jaar en een verwachte inflatie van 2% overeen met een reële opbouw van 1% per jaar). Veel deelnemers zullen dit als een verarming ervaren in het licht van hun geldillusie, hoewel het hen een betere bescherming tegen inflatierisico biedt. Om het aandeel van risicodragende aanspraken te vergroten zal men daar boven op de reële opbouw nog verder moeten verlagen. Het omzetten van een nominale in een reële garantie zal voor jonge actieven een koude douche lijken indien dit kostenneutraal gebeurt. Een nominale opbouw van 2% per jaar correspondeert bij een *duration* van 50 jaar met een reële opbouw van ver beneden de 1%.<sup>20</sup> Dit dient wellicht wel de transparantie en geeft aan dat in het huidige stelsel de verhouding van (nominale) garanties ('DB') en voorwaardelijke aanspraken ('DC') stijgt met de leeftijd. Wellicht is het optisch verlagen van garantie voor jongeren door deze garantie in reële termen te definiëren ook het moment om tegelijkertijd de reële ambitie voor jongere actieven te vergroten en een deel van deze ambities om te zetten in reële garanties als deze actieven ouder worden. Dat brengt het systeem dichterbij het in paragraaf 2.3 beschreven systeem.

Men kan ook de rechten van de gepensioneerden meer risicodragend maken. Dit gaat uit van de eerder besproken gedachte dat ook veel ouderen een buffer hebben om bestedingspatronen aan te passen, getuige de blijvende besparingen van ouderen en de daarmee gepaard gaande erfenissen. Zo kan men bij onderdekking garanties afstempelen proportioneel met de opgebouwde rechten. In feite hebben de deelnemers dan een achtergestelde, risicovolle lening (een voorwaardelijke

20 Dit komt omdat nadeel van de doorsneeopbouw dat jongere actieven ervaren stijgt met het verondersteld rendement. Bij nominale rendementen is dat nadeel dus groter dan bij reële rendementen. Om het nadeel net zo groot te houden als in het reële stelsel, zal men de opbouw van jongeren optisch moeten verlagen. Dit geeft direct aan dat de huidige nominale garanties die jongeren opbouwen weinig waard zijn.

aanspraak) uitstaan op het pensioenfonds en dragen zij als schuldenaars een zeker kredietrisico. De kleine lettertjes over afstempelen worden relevanter als andere risicodragers ontbreken.

### *Grotere buffers*

Een alternatieve manier om pensioenfondsen te voorzien van meer eigen vermogen is om meer solvabiliteitsbuffers op te gaan bouwen (zie Driessen en Gortzak (2008)). Het nadeel van grote buffers is dat ze hoge besparingen vereisen op het moment dat de vergrijzing niet zo zeer om meer besparingen vraagt als wel om meer investeringen in menselijk kapitaal. Een ander probleem is dat de eigendomsrechten over deze buffers niet goed gedefinieerd zijn met alle politieke risico's van dien (bijvoorbeeld afroming door de overheid via belastingen op 'overtollige' reserves). De buffer is van alle deelnemers en dus eigenlijk van niemand, zodat het gevaar van een zachte budgetrestrictie op de loer ligt. Dat maakt het moeilijk deze buffers in goede tijden te beschermen tegen de claims van allerlei goede doelen.<sup>21</sup> Actieven zouden wel eens weinig genegen kunnen zijn om deze buffers op te bouwen, omdat het niet duidelijk is dat zij er ook vooral van zullen profiteren.

Het zoeken van de oplossing voor de mismatch tussen de bezittingen en verplichtingen in het aanhouden van hogere buffers is hooguit een oplossing voor de heel lange termijn. Als de fondsen al in onderdekking zijn, zoals thans het geval is, zal het waarschijnlijk geruime tijd duren voordat de buffers weer op peil zijn. Het opbouwen van grote reserves vraagt daarom veel van de koopkracht van huidige generaties die voor lange tijd of zullen moeten afzien van indexatie en/of hogere premies zullen moeten inleggen. Pensioenfondsen zelf reageren meestal ook niet enthousiast op hoge buffereisen. Het zou betekenen dat fondsen niet alleen getroffen worden door daling van de waarde van de beleggingen en stijging van de verplichtingen maar ook nog eens door hogere buffereisen. Dit voorstel lijkt dan ook meer op zijn plaats in goede dan in slechte tijden.<sup>22</sup>

21 Afscheid nemen van het systeem van doorsneeopbouw kan hierbij overigens behulpzaam zijn. Het verwijderen van dit omslagement impliceert in feite het vergroten van de kapitaaldekking en de buffers om risico's op te vangen. Deze buffers zijn dan echter geen naamloos bezit maar behoren toe aan de deelnemers.

22 Zie in dit verband ook het pleidooi van Benne van Popta voor een trendmatig pensioenbeleid naar analogie van het trendmatige begrotingsbeleid. Het structurele

Het vervangen van tijdsevenredige opbouw door actuariel faire opbouw resulteert bij dezelfde buffers ook in meer risicodragend vermogen. De *duration* van de verplichtingen neemt dan immers toe, zodat er meer kapitaal beschikbaar is voor langetermijnbeleggingen met meer herstelkracht. Door het elimineren van een omslagelement (en de onderdekking in continuïteitsperspectief) uit ons kapitaaldekkingstelsel is sprake van een robuuster stelsel dat schokbestendiger is. Het verschil met het opbouwen van omvangrijke naamloze buffers is dat het additionele risicodragende vermogen al toegewezen is aan jongere generaties (zie bijvoorbeeld Jansweijer (2003)). De complicatie hierbij is dat tijdens de transitie naar een nieuw systeem meer moet worden gespaard – net als bij het opbouwen van grotere buffers.

#### *Expliciete overheidsgaranties*

Het risicodragend vermogen van de pensioenfondsen kan ook versterkt worden doordat de overheid expliciet optreedt als risicodragend door nominale pensioenuitkeringen te garanderen.<sup>23</sup> In dat geval treden toekomstige belastingbetalers expliciet als risicodragend op – zoals dat nu ook bij sommige commerciële verzekeraars gebeurt. De overheid zal er dan op moeten toezien dat de pensioenfondsen de waarde van deze put optie niet maximaliseren ten koste van belastingbetalers door risicovol te beleggen. Dit kan door toezicht en door de prijs die fondsen voor deze put optie betalen te laten toenemen met de kans dat de optie benut wordt. Het grote gevaar van overheidsgaranties is dat de prikkels van belanghebbenden om risico's naar de overheid te verschuiven toenemen en zelf minder verantwoordelijkheid nemen voor het voorkomen en verdelen van slechte risico's.

Er rijst hier ook de vraag waarom de overheid deze putoptie zou moeten aanbieden. Kan de overheid pensioenfondsen niet verplichten deze put-optie op de markt aan te schaffen zodat de fondsen geen beroep hoeven te doen op de overheid? Het probleem kan echter zijn dat kapitaalmarkten niet diep genoeg zijn om deze opties aan te bieden. De overheid is de enige partij die toekomstige generaties kan dwingen deze

begrotingsbeleid koerst op het trendmatige begrotingssaldo in goede tijden maar moet zich in slechte tijden rekenschap geven van de ontwikkeling van het feitelijke financieringssaldo.

23 Dit vertoont veel overeenkomsten met nationale garantiefondsen voor pensioenuitkeringen zoals die bijvoorbeeld bestaan in de US (PBG) en de UK (PPF).

put optie (met een lange *duration*) te verstrekken. Verder is de overheid de partij die relatief weinig tegenpartij risico kent in neergaande markten.

Een ander nadeel van het tegen marktprijzen afdekken van het risico van onderdekking is dat deze opties duur zijn – zeker als het risico op onderdekking toeneemt (zie McCarthy en Neuberger (2005)).<sup>24</sup> In feite komt het verplicht op de markt afdekken van het risico van onderdekking dicht bij het hieronder te beschrijven beleid van het matchen van de activa kant van de balans bij de passiva kant door minder risicovol te beleggen. De overheid kan dit nadeel voorkomen door de opties relatief goedkoop ter beschikking te stellen – zeker in neergaande markten. Maar daar staat dan het gevaar van moreel gevaar tegenover, waarbij extra verscherpt toezicht nodig is (met het risico van conflicten tussen toezichthouder en fondsen) dan wel een beperkt eigen risico voor de deelnemers (bijvoorbeeld 10% eigen risico). In feite is dat bij banken de bron van de kredietcrisis geweest: te veel risicovol beleggen met te weinig eigen kapitaal. Overheidsgaranties of beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders versterken de neiging om risicovol te beleggen (zie Sinn (2008)).

Al met al lijken expliciete overheidsgaranties geen aantrekkelijke optie. De overheid kan wel als tussenvorm langlopende (loon)geïndexeerde obligaties uitgeven<sup>25</sup> waarmee pensioenfondsen zelf de benodigde garantiestructuren kunnen bouwen. Het argument om pensioenfondsen te dwingen garanties aan te bieden is minder sterk dan bij banken waarvan de depositohouders elk moment kunnen vertrekken.

De overheid treedt ook impliciet op als risicodragers als ze de koopkracht van gepensioneerden repareert bij het uitblijven van indexatie als gevolg van slechte beleggingsjaren. Dit kan bijvoorbeeld door hogere belastingkortingen te verstrekken aan ouderen of de AOW iets te verhogen. Via de fiscale omkeerregel deelt de overheid overigens reeds in de beleggingsopbrengsten van pensioenfondsen.

24 Het prijzen van deze garanties is niet triviaal (zie McCarthy en A. Neuberger (2005)).

25 Dan wel *longevity bonds*. Door een netto aanbod van deze obligaties uit te geven kunnen pensioenfondsen ook onderling handelen in deze instrumenten waarbij bijvoorbeeld oude fondsen deze instrumenten kopen van jonge fondsen.



### 3 Gewenst beleid in de huidige situatie

Hoofdstuk 2 betoogde dat het risicodragende vermogen van pensioenfondsen structureel vergroot moet worden en besprak een aantal mogelijkheden bezien waarlangs dat kan gebeuren. Gepleit werd voor completere contracten met transparante toewijzing van risico's (inclusief de *up-side*) aan de belanghebbenden. Maar op dit moment verkeren de meeste pensioenfondsen in onderdekking zonder dat ze van te voren gespecificeerd hebben wat er bij onderdekking dient te gebeuren. Pensioenfondsen opereren nog met een risicocontract wat hen in feite te weinig risicodragend vermogen verschaft om de huidige storm te doorstaan. De pensioenfondsen moeten daarom allereerst worden geherkapitaliseerd. Dit hoofdstuk analyseert de verschillende alternatieven voor het vinden van het nu benodigde extra risicodragende kapitaal. Daarbij houden we rekening met de verwachtingen die door het huidige pensioencontract zijn gewekt.

De analyse in dit hoofdstuk verschilt dus van die in hoofdstuk 2 op de volgende punten:

1. De rechten die zijn opgebouwd zijn in het verleden geaccumuleerd onder een pensioencontract met nominale garanties voor iedereen. Daardoor zijn verwachtingen gewekt. We nemen dit contract als gegeven aan.
2. We gaan uit van een situatie van onderdekking waarbij er *niet* van te voren afspraken zijn gemaakt wie dit risico draagt. We nemen dit incomplete contract als gegeven aan: hoe kunnen pensioenfondsen extra risicodragend vermogen aanboren nu de risicodragers bij onderdekking niet expliciet in pensioencontracten zijn vastgelegd?
3. Als we de huidige storm willen benutten om over te gaan op een beter en robuuster risico contract dat fondsen meer risicodragend vermogen verschaft dan zullen we de overgangsproblematiek recht moeten doen. Hoe komen we van het oude risico contract voor reeds opgebouwde rechten naar een ander risicocontract dat meer risicodragend kapitaal biedt?

Deze rest van het hoofdstuk is als volgt gestructureerd. Paragraaf 3.1 analyseert de huidige macro-economische situatie en concludeert dat spoedig herstel zeer wel mogelijk is maar dat de risico's groot zijn en

langdurige stagnatie niet kan worden uitgesloten. In paragraaf 3.2 wordt een eerste aanzet gegeven voor het kwantificeren van de risico's van onvoldoende herstel van nominale dekkingsgraden en van het koopkrachtverlies. In de paragrafen 3.3 tot 3.6 worden verschillende opties om herstelplannen vorm te geven besproken. Nadat paragraaf 3.3 het dichtzetten van risico's heeft geanalyseerd, gaat paragraaf 3.4 in op het verlengen van de hersteltermijn en het daarbij benutten van herstelpremie. Paragraaf 3.5 bespreekt verschillende manieren om onvoorwaardelijke aanspreken ('vreemd vermogen') met terugwerkende kracht om te zetten in risicodragend vermogen ('eigen vermogen'). Paragraaf 3.6 pleit voor een mix van maatregelen, namelijk het omzetten van reeds opgebouwde onvoorwaardelijke aanspreken ('garanties') in voorwaardelijke aanspreken ('risicodragend vermogen') door afstempelen niet uit te sluiten, lagere en meer risicodragende toekomstige opbouw, en herstelpremies. In paragraaf 3.7 wordt ten slotte ingegaan op de zeer recente wijzigingen in de regelgeving rond herstelplannen en hoe deze het herstel kunnen beïnvloeden.

### 3.1 Inschatting huidige situatie

Een belangrijke vraag is de inschatting van de huidige situatie voor wat betreft risico's en verwachte rendementen en risicopremies op verschillende vermogenstitels. En welke waarde moet men hechten aan de huidige lage marktwaardingen van aandelen, de hoge risicopremies en de lage rentestand (op titels met weinig kredietrisico)?

Enerzijds zijn er degenen die geloven in *mean reversion* (in aandelen en rente) als gevolg van cyclische ontwikkelingen in risicoaversie. Dit is bijvoorbeeld de positie van *The Economist*, waarbij het vertrouwen in de stabiliserende krachten van financiële markten de boventoon voert. Volgens die visie is het juist nu de tijd om te investeren in aandelen en risicodragend kapitaal. Risicopremies zijn immers erg hoog. Met andere woorden: de beloning voor het nemen van risico is juist op dit moment erg aantrekkelijk. Anderen stellen dat er een aanzienlijke kans is op een structuurbreuk met wezenlijk lagere groei. Zij argumenteren dat de groeimogelijkheden sinds de val van de Berlijnse Muur (en de ICT-revolutie) in de *roaring nineties* stelselmatig te hoog ingeschat zijn. De groeimogelijkheden zijn verward met een tijdelijke bestedingsimpuls als gevolg van

overkredietering en overbesteding en zeepbellen als gevolg van een ruim geldbeleid van Greenspan c.s. Het kapitalisme en de daarmee gepaard gaande globalisering en ICT-revolutie zijn minder zegenrijk dan eerder verwacht. Na de val van het communisme is er nu sprake van de val van het rauwe Amerikaanse kapitalisme. We zouden de komende jaren daarom wel eens in een vervelende, risicovolle wereld terecht kunnen komen met veel conflicten en veel problemen (klimaatcrisis; gebrek aan aanbod van energie en voedsel; vergrijzing).

Ook dreigt nog het gevaar dat door we voor een periode staan met hoge inflatie. De overheden moeten enorme hoeveelheden geld in de economie pompen om te voorkomen dat de financiële sector en de reële economie imploderen nu de economie verslaafd is geraakt aan krediet. Alleen met nog meer extra geld is de kater na het feest van de jaren negentig nog binnen de perken te houden. Hoge inflatie is vaak de manier waarop de zonden van de schuldenaars worden vergeven na een financiële crisis. Maar inflatie schaadt vaak degenen die hebben gespaard voor hun oude dag en is slecht nieuws voor de deelnemers van pensioenfondsen.

#### *Een verwacht herstel...*

De neiging van veel betrokkenen is om de huidige marktsignalen af te doen als 'zottigheid' en de hoop te vestigen op herstel. Dat is een begrijpelijke reactie van pensioenfondsen als langetermijnbeleggers. Bovendien maak je mensen niet onnodig bang, je hoeft mensen niet voor te bereiden op slecht nieuws en je geeft mensen hoop. Enig herstel lijkt inderdaad waarschijnlijk, mede als gevolg van een correctie op de huidige extreme risicoaversie en negativiteit.

Er zijn bovendien een aantal goede redenen om de huidige marktwaarderingen met een korreltje zout te nemen. Zo zijn verschillende markten opgedroogd. Verder is het waarschijnlijk dat veel markten op dit moment te kampen hebben met ernstige averechtse selectie omdat partijen onder stress moeten verkopen en men nog steeds geen goed inzicht heeft in de risico's van tegenpartijen. Op de markt tot stand gekomen prijzen zijn dan ook een onderschatting van de fundamentele waarde van bepaalde vermogensbestanddelen. De risico's zijn op dit moment erg hoog. Dat gaat doorgaans samen met hoge vergoedingen voor het aangaan van die risico's. Ook deze hoge risicopremies dragen bij aan een waarschijnlijk en verwacht herstel van risicodragende titels.

*...maar ook rekening houden met andere scenario's*

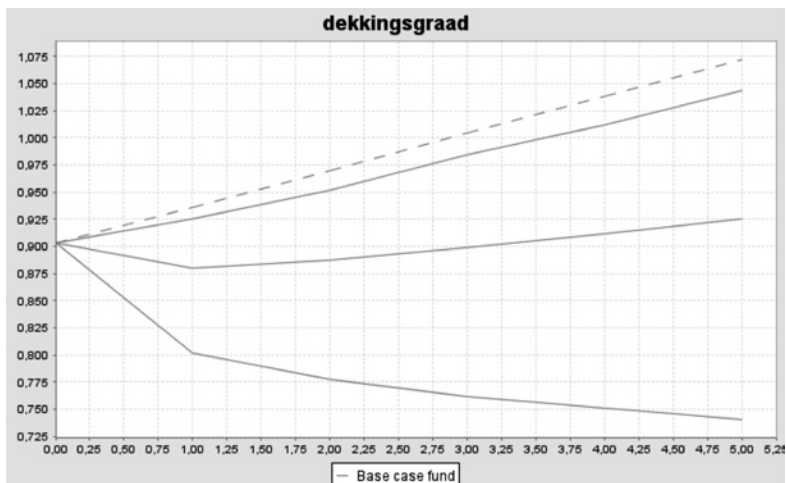
Maar toch is het ondanks het verwachte herstel (en de relatief hoge beloning voor het nemen van risico) essentieel om rekening te houden met andere scenario's, waaronder langdurige stagnatie. Als we iets geleerd hebben van de kredietcrisis is dat de wereld risicovol is. Er is geen enkele garantie dat het verwachte herstel ook daadwerkelijk zal optreden. Om alle deelnemers betrokken te houden bij het pensioenfonds en het vertrouwen in het stelsel in de toekomst overeind te houden moet helder aangegeven worden wat de gevolgen zullen zijn als het herstel niet op korte termijn optreedt.

### **3.2 Numerieke illustratie van risico's in dekkingsgraden en koopkracht**

Omdat de risico's in de toekomstige beleggingsrendementen, premies en toe te kennen indexaties groot zijn, is het van belang voor het beoordelen van de huidige situatie om die risico's goed in beeld te brengen. In deze paragraaf doen we daar een aanzet toe. We gaan daarbij uit van een voorbeeldpensioenfonds met een initiële nominale dekkingsgraad van 90%. Het fonds indexeert volgens een standaard staffel contract met als grenzen 110% en 140%. De premie is nominaal kostendekkend. De verwachte inflatie ligt rond 2%. De leeftijdsopbouw van het fonds is volledig uniform. Er wordt 50% belegd in aandelen en 50% in obligaties met een looptijd van 5 jaar. We presenteren in deze paragraaf alleen resultaten onder de veronderstelling dat niet wordt afgestempeld. Appendix B bevat meer details over de modelspecificatie.<sup>26</sup>

Figuur 1 geeft de verwachting en kwantielen van de dekkingsgraad van dit fonds in de komende 5 jaar. Zonder afstempelen zal het reservetekort na drie jaar in verwachting niet zijn opgelost, na vijf jaar is dat wel vrijwel het geval. De kans op een resterend reservetekort is zowel na drie als na vijf jaar aanzienlijk. De kans dat het reservetekort na vijf jaar nauwe-

26 Het model dat gebruikt is sluit aan bij gangbare ALM modellen en gaat er dus niet vanuit dat de wereld door de kredietcrisis fundamenteel is veranderd. Het model veronderstelt geen *mean reversion* in het verschil tussen aandelenrendementen en de korte rente. In tegenstelling tot de veronderstellingen die zijn toegestaan in het FTK is wel sprake van enige verwachte stijging in de rentes als gevolg van het lage initiële niveau.

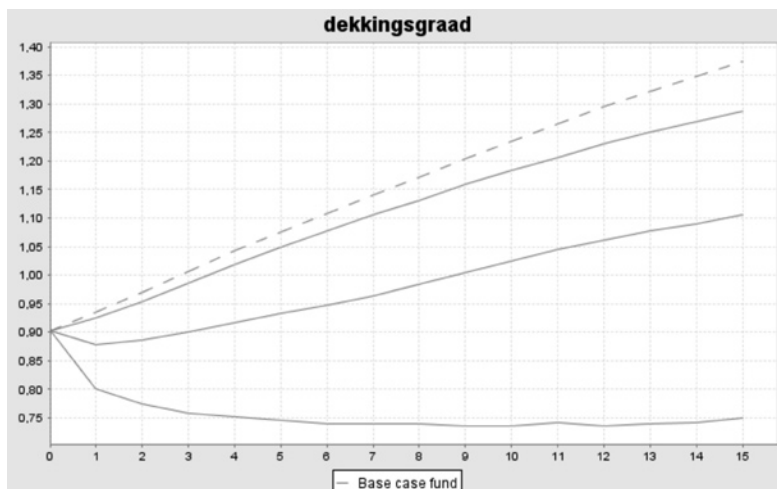


Figuur 1: Verwachte dekkingsgraad voor het voorbeeldpensioenfonds alsmede ontwikkeling van de 10%, 33% en 50% kwantielen van de dekkingsgraad gedurende herstel van dekkingstekort. De verticale as specificeert de dekkingsgraad, de horizontale as geeft de looptijd van het herstelplan in jaren. De gestippelde lijn geeft de verwachting weer, de getrokken lijnen geven de kwantielen aan.

lijks is afgenomen is ongeveer 33%. De kans dat de dekkingsgraad zelfs zakt naar 75% wordt ingeschat op 10%. De figuur laat duidelijk zien dat er een aanzienlijke kans is, dat de dekkingsgraad na afloop van het voorziene herstelplan achterblijft bij de verwachtingen. De omvang van het risico wordt vooral veroorzaakt door de grote aandelenexposure die moet worden ingezet om er voor te zorgen dat de verwachte dekkingsgraad bij afloop van het plan op 105% komt te liggen.

Figuur 2 bevat de kwantielen van de verdeling van de dekkingsgraad nu voor de volledige periode van 15 jaar waarop herstelplannen voor reservetekort zijn gebaseerd. Uit de figuur blijkt dat is voldaan aan de eis dat *naar verwachting* na 15 jaar geen sprake meer zal zijn van een reservetekort. In de meeste scenario's zal volgens het stochastische model na een zo'n lange periode herstel zijn opgetreden. De kans dat na 15 jaar zonder afstempen de dekkingsgraad nog steeds slechts 75% bedraagt, is echter toch nog altijd zo'n 10%.

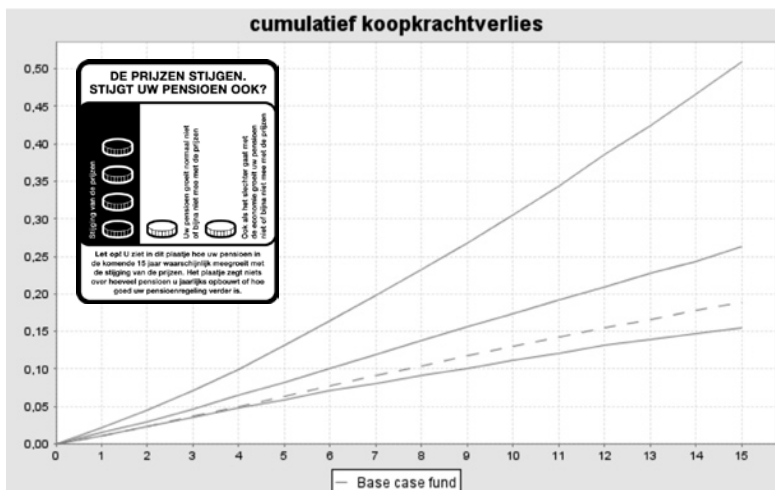
Het langjarige herstel van de dekkingsgraad in Figuur 2 is afkomstig van naar verwachting stijgende aandelenkoersen en zich herstellende renteniveaus. Daarbij is van belang dat naar verwachting niet geïn-



Figuur 2: Verwachte dekkingsgraad voor het voorbeeldpensioenfonds alsmede ontwikkeling van de 10%, 33% en 50% kwantielen van de dekkingsgraad gedurende herstel van dekkingstekort en reservetekort. De verticale as specificeert de dekkingsgraad, de horizontale as geeft de looptijd van het herstelplan in jaren. De gestippelde lijn geeft de verwachting weer, de getrokken lijnen geven de kwantielen aan.

dexeerd wordt omdat daardoor de dekkingsgraad weer zou verslechteren. Dit heeft uiteraard negatieve consequenties voor de koopkracht van pensioenen.

In Figuur 3 is het cumulatieve koopkrachtverlies in beeld gebracht over een periode van 15 jaar. Op het verwachte pad wordt nauwelijks geïndexeerd, omdat de dekkingsgraad doorgaans beneden de ondergrens in de indexatiestafel ligt. Vandaar dat ook zonder afstempelen het ingeschatte koopkrachtverlies na 15 jaar meer dan 20% bedraagt. In ongunstiger scenario's (vooral voor de inflatie, want beleggingsrendementen en rentes doen er minder toe als er toch al nauwelijks geïndexeerd wordt) kan dit koopkrachtverlies nog veel verder oplopen. Uiteraard is dat a fortiori het geval, indien zou worden afgestempeld. Opvallend is dat de publieke discussie in Nederland vooralsnog vrijwel alleen tot de effecten van afstempelen op de koopkracht van pensioentoezeggingen beperkt blijft. Figuur 3 laat zien dat ook zonder afstempelen de gevolgen van de crisis voor de koopkracht groot zijn en naar verwachting de effecten van afstempelen overtreffen.



Figuur 3: Verwacht koopkrachtverlies voor het voorbeeld pensioenfonds alsmede ontwikkeling van de 10%, 33% en 50% kwantielen van het koopkrachtverlies gedurende herstel van dekkingstekort en reservetekort. De gestippelde lijn geeft de verwachting weer, de getrokken lijnen geven de kwantielen aan.

Enige tijd geleden is in de pensioenwet vastgelegd dat de indexatiekwaliteit van een regeling door middel van een toeslagenlabel onder de aandacht van de deelnemer dient te worden gebracht. Dit label is gebaseerd op het verwachte cumulatieve koopkrachtverlies (linkerkolom met muntjes) en het koopkrachtverlies in de 5% minst gunstig scenario's (rechterkolom met muntjes). Van de laagste categorie (een muntje) is sprake in geval van een koopkrachtverlies van 20% of meer over een periode van 15 jaar. Bovenstaande berekening suggereert dus dat dit voorbeeldfonds in de laagste categorie zal worden geclassificeerd, voor zowel de verwachting als voor de minst gunstige scenario's. Daarom zou het eveneens weergegeven label van toepassing zijn.<sup>27</sup>

27 De verplichting om dit label te publiceren is voorsnog tot 2010 uitgesteld. In 2009 kan volstaan worden met het toezenden brief met informatie over de gevolgen van de kredietcrisis voor de pensioentoezegging. De modelbrief die hiervoor beschikbaar is op de website van de AFM bevat echter geen kwantitatieve informatie over het verwachte koopkrachtverlies of het mogelijke koopkrachtverlies in tegenvallende scenario's. Ook kan het verzenden van de brief tot het derde kwartaal van 2009 worden uitgesteld zodat deelnemers laat en onvolledig worden geïnformeerd over de gevolgen van de crisis voor hun koopkracht.

*Kanttekeningen bij de voorbeeldberekeningen*

Uiteraard zijn de in deze paragraaf gerapporteerde voorbeeldberekeningen afhankelijk van de modelaannames die grotendeels gebaseerd zijn op de periode voor de crisis. Men kan zich afvragen hoe representatief deze aannames nog zijn voor de toekomst. De gehanteerde parameters zijn wel grofweg consistent met die in het FTK, met uitzondering van het ingeboekte herstel vanwege de naar verwachting stijgende rente. In de komende maanden zal een commissie zich buigen over eventuele aanpassingen van de te hanteren parameters in het FTK.

Een tweede kanttekening is dat het gepresenteerde koopkrachtverlies gebaseerd is op een vergelijking van de koopkracht van het pensioen met de (cumulatieve) prijsinflatie. Solidariteit vereist dat de pijn van macro-economische schokken evenwichtig door alle groepen wordt gedragen. Een vergelijking van de koopkracht van pensioenen met de koopkracht van werkenden op basis van de looninflatie is daarom minstens even relevant. Als de prijsinflatie uitkomt boven de looninflatie en de werkenden dus koopkracht inleveren is beter uit te leggen aan deelnemers dat hun pensioenrechten ook dalen in reële termen.

Naar verwachting zal de crisis in de komende jaren leiden tot loonmatiging, waardoor de looninflatie inderdaad zeer wel onder de prijsinflatie terecht zou kunnen komen in de zwaarweerscenario's. Ook zullen de reële lonen waarschijnlijk nauwer gekoppeld zijn aan het economisch herstel en aan de ontwikkeling op aandelenmarkten in het bijzonder. Verder is het waarschijnlijk dat als de looninflatie hoog is ook de dekkingsgraden van de fondsen hoger zullen en pensioenrechten in ieder geval voor een deel geïndexeerd kunnen worden. Maar in een scenario met hoge loon- en prijsinflatie zouden aandelenmarkten en rentes ook wel eens achter kunnen blijven in reële termen. In dat scenario zouden gepensioneerden aanzienlijk koopkrachtverlies kunnen lijden ondanks herstellende nominale dekkingsgraden.

We hebben gezien dat de risico's zowel voor de deelnemers als voor het collectief in een representatief voorbeeldfonds aanzienlijk zijn. Er zijn verschillende beleidsreacties mogelijk die in paragrafen 3.3 tot en met 3.5 aan de orde komen.



### 3.3 Risico afbouwen

Een mogelijke beleidsreactie kan daarom zijn om die risico's af te bouwen, bijvoorbeeld door minder in aandelen te beleggen en renterisico's af te dekken. Het voordeel van het afbouwen en zelfs dichtzetten van nominale risico's is, dat dit het beste aansluit bij het huidige pensioencontract. Bij het huidige contract worden harde nominale garanties beloofd aan deelnemers en de buffers zijn geslonken tot veelal negatieve niveaus. Men neemt het pensioencontract serieus en vervalt niet in de fout van banken om te veel risico te nemen met te weinig risicodragend vermogen. Deze optie lijkt vooral relevant voor grijze fondsen met vooral oudere deelnemers.

Nadeel is dat sommige fondsen zelfs hun onvoorwaardelijke verplichtingen niet meer met kapitaaldekking kunnen garanderen. Vergrijsde fondsen, die geen beroep kunnen doen op de betrokken ondernemingen, zullen dus nu moeten afstempelen als men de nominale risico's dicht zet. Als men nu niet wil afstempelen, zal men risico moeten nemen om een kans te hebben uit de *solvency trap* te komen. Maar dat betekent dan wel dat men onvoorwaardelijke verplichtingen moet omzetten in voorwaardelijke (zie ook paragraaf 3.5).

Verder lijkt dit wel het slechtst denkbare moment om zekerheid te kopen. Zekerheid is nu erg duur. Men versterkt de risicoaversie in de markt in plaats van dat men als stabilisator optreedt. Om deze macro-economische reden ziet ook DNB weinig in deze optie, hoewel minder risicovol beleggen de put optie van de overheid om bij te springen in waarde doet verminderen.

*Last but not least* betekent deze optie dat de ambities van het fonds (een geïndexeerd pensioen) worden opgeofferd aan de nominale garanties. Dit is zeker voor de jongere actieven geen optimale strategie. Voor deze deelnemers maakt de prijsindexatie een relatief groot deel van het pensioen uit (vanwege de lange *duration*). Juist voor hen is het niet langer profiteren van de risicopremie op risicodragende beleggingen kostbaar. Hier uit zich dus de spanning tussen het huidige suboptimale contract en wat eigenlijk optimaal zou zijn voor actieven. Merk ook op dat de numerieke illustratie in de vorige paragraaf suggereert dat, zelfs als de risico's niet worden afgebouwd, de verwachte toekomstige koopkrachtverliezen al aanzienlijk zijn.

### 3.4 Langere hersteltermijnen zonder aanwijzen risicodragers

Een tweede optie is om bij onderdekking gewoon nominale pensioenen uit te blijven betalen aan gepensioneerden en risicodragend te blijven beleggen. Hierbij worden de risicodragers niet expliciet benoemd voor de scenario's, waarin de risicodragende beleggingen verder wegzakken. Risico's worden naar de toekomst doorgeschoven. De structurele effecten van deze optie als onderdeel van het pensioencontract zijn behandeld in paragraaf 2.4. Afhankelijk van wat er zou gebeuren bij het verder wegzakken van de beleggingen zijn de risicodragers de toekomstige premiebetalers, werkgevers, toekomstige belastingbetalers of de huidige deelnemers met een claim op het fonds. Men scheidt nu nog geen helderheid over wie de risico's draagt, maar laat het benoemen van de risicodragers over aan de discretie van het pensioenfondsbestuur als het onverhoopt zover zou komen.

#### *Voordelen van een langere hersteltermijn zonder aangewezen risicodragers*

In de huidige omstandigheden, waarin het contract incompleet is, heeft het kiezen voor een lange hersteltermijn als eerste voordeel dat een langere hersteltermijn de optiewaarde van wachten maximaliseert: komt tijd, komt raad. Om alternatieven te ontwikkelen is tijd nodig, niet in het minst vanwege de benodigde communicatie met de deelnemers. En wellicht zijn ook wijzigingen in regelgeving nodig. Er is bovendien een gerede kans dat financiële markten herstellen en dat achteraf blijkt dat door de deelnemers verwachte uitkeringen toch gewoon kunnen worden gedaan.

Ten tweede wordt het vertrouwen van huidige deelnemers in hun garanties nog niet beschaamd. Hoewel afstempelen altijd in de kleine lettertjes heeft gestaan, zijn er wel verwachtingen gewekt dat dit niet snel zou gebeuren. Het onverwachts omzetten van een onvoorwaardelijke toezegging ('vreemd vermogen') in een voorwaardelijke toezegging ('risicodragend vermogen') kan het pensioenstelsel een forse vertrouwensdeuk bezorgen. Wat beloofd is, wordt niet waargemaakt. Deelnemers zijn (nog) niet voorbereid op zo'n dramatische stap. Het onvoorbereid beschamen van verwachtingen van de huidige deelnemers zou wel eens in een groter discontinuïteitrisico kunnen resulteren dan het risico dat toekomstige actieve deelnemers afhaken vanwege een

langdurig verborgen belastingelement in de premie en vanwege een opgedrongen rol als risicodragers. Zelfs jonge actieve deelnemers zouden het onverwacht omzetten van hun reeds opgebouwde onvoorwaardelijke rechten in voorwaardelijke rechten wel eens als zwaarder en als psychologisch pijnlijker kunnen ervaren dan het mogelijk langdurig betalen van een verborgen belastingelement in de premie. Ze zullen dit eerste namelijk ervaren als het met terugwerkende kracht veranderen van een DB pensioencontract in een meer risicodragend contract. Hierbij speelt ook het aanpassen van levensstandaard. Veel mensen hebben daar enige tijd voor nodig vanwege gewoonte vorming. Men kan de koopkracht van de uitkering beter geleidelijk verlagen dan met zware neerwaartse schokken. Zo verschuift men de aanpassing van de koopkracht verder naar de toekomst.

Een derde voordeel van langere hersteltermijnen is dat de sector tijdens een lange hersteltermijn maximale druk kan uitoefenen op de toezichthouder en de overheid. De overheid en de toezichthouder zijn mede verantwoordelijk voor de ontstane situatie. De toezichthouder is niet 'zuur' genoeg geweest: de solvabiliteit van de fondsen en daarmee de capaciteit van de fondsen om risico te dragen is te beperkt gebleken. En hoe meer *risk exposure* de overheid toestaat bij het huidige nominale garanties, hoe groter die medeverantwoordelijkheid wordt. Dit vergroot de kans dat de overheid bij een verdere daling van de dekkingsgraad de pensioenfondsen te hulp moet komen. Een langere hersteltermijn vergroot dus de waarde van de put optie die de overheid impliciet ter beschikking stelt. In feite herkapitaliseert de overheid op deze manier de pensioenfondsen.

Door een lange hersteltermijn te eisen van DNB wordt het voor de sector ook beter mogelijk de verantwoordelijkheid voor het korten van uitkeringen af te schuiven op de politiek: "Wij wilden niet korten, maar we moesten wel van die boze toezichthouders." Men hoeft zelf niet de verantwoordelijkheid te nemen voor de ontstane situatie en kan zich verschuilen achter de politiek als zondebok.

De vraag is wel of men kan vertrouwen op een krachtige, zure toezichthouder die ingrijpen afdwingt. De overheid heeft er namelijk belang bij dat de koopkracht van ouderen op peil blijft, zowel vanuit het oogpunt van economische stabiliteit als vanuit electoraal oogpunt. Nu niet spreken over de mogelijke risico's van het verlagen van uitkeringen houdt de vraag beter op peil en holt het vertrouwen niet verder uit. Daarbij

komt dat het zelf repareren van de koopkracht via het fiscale instrument voor de overheid onaantrekkelijk omdat men gebonden is aan de EMU-criteria. Het vergroten van een impliciete garantie aan pensioenfondsen (hetgeen niet meetelt voor deze criteria) lijkt aantrekkelijker, want deze garantie blijft buiten de boeken (*off-balance*). Verder zijn de kosten van het verlengen van de hersteltermijnen voor toekomstige deelnemers en belastingbetalers nogal diffuus. Een overheid die geen belang heeft bij het aantasten van de koopkracht van gepensioneerden, vermindert de kans dat de sector er in slaagt de verantwoordelijkheid voor het afstemmen van garanties bij de overheid te leggen.

Een vierde voordeel van een langere hersteltermijn is, dat het extra ruimte creëert voor herstelbeleid waarin de premie op peil wordt gehouden, maar tegelijkertijd de opbouw van toekomstige pensioenrechten wordt beperkt. Op deze manier pleegt men geen aanslag op de huidige koopkracht van actieve deelnemers en de winsten van bedrijven, maar draagt men toch bij aan herstel van de solvabiliteit zonder dat de garanties op reeds opgebouwde pensioenrechten worden aangetast.

De toekomstige opbouw kan worden beperkt door de geambieerde pensioenleeftijd te verhogen, bijvoorbeeld met de groei in de levensverwachting op 65-jarige leeftijd (zie Driessen en Gortzak (2008)).<sup>28</sup> Dit verlaagt de kostendekkende premie direct en biedt bij een gegeven premie dus meer ruimte voor een herstelpremie. Op die manier benut men in feite het menselijk kapitaal van huidige en toekomstige deelnemers als risicodragers. Door pensioenregelingen op deze manier te versoberen wordt de kans beperkt dat reeds opgebouwde nominale pensioenrechten versralen. Jongeren gaan later met pensioen dan oudere cohorten maar profiteren gemiddeld toch net zo lang van hun pensioen.

Deze optie lijkt veel op de reactie op de pensioencrisis in het begin van deze eeuw. Ook toen zijn pensioenregelingen vooral voor jongere cohorten versoerd door het omzetten van eindloonregelingen in mid-delloonregelingen. Het probleem met deze optie is dat deze op korte termijn weinig zoden aan de dijk zet om de dekkingsgraad te verbeteren. Deze optie werkt pas op de langere termijn en dan nog alleen voor de

28 Ook de FNV geeft aan dat bij een stijgende levensverwachting een versoering van pensioenregelingen aan de orde kan komen in de vorm van een lager opbouwpercentage (zie Driessen en Gortzak (2008)).

wat jongere fondsen.<sup>29</sup> De hersteltermijn moet voor deze optie ver worden opgerekt.

*Nadelen van een langere hersteltermijn zonder aangewezen risicodragers*  
 Veel nadelen van het hanteren van langere hersteltermijnen zijn al besproken in paragraaf 2.4. Hier gaan we nog specifiek in op een aantal nadelen, die vooral in de huidige situatie relevant zijn.

Een eerste nadeel van het verlengen van de hersteltermijn is, dat het gepaard gaat met aanzienlijke risico's. Zeker als men op de risicopremie van risicodragende beleggingen vertrouwt om uit de gevarezone te komen, zal men de deelnemers duidelijk moeten maken wat de risico's zijn. Als de financiële markten niet herstellen, moet men in een later stadium moeilijke maatregelen nemen, die niet met de betreffende groepen zijn afgestemd of gecommuniceerd. Alleen maar de hersteltermijn verlengen betekent spelen met vuur, zonder daarbij te vertellen wat er gebeurt als herstel niet optreedt, betekent spelen met vuur. Er worden verwachtingen gewekt die later niet kunnen worden waargemaakt. Dan dreigt zelfs discontinuïteit van het stelsel zoals we dat nu kennen. Zachte heelmeesters maken stinkende wonden.

Een tweede nadeel is door nu niet af te schrijven op de garanties en zo vreemd vermogen om te zetten in risicodragend vermogen, het risico dreigt dat pensioenfondsen straks net als de banken en verzekeraars bij de overheid moeten aankloppen voor extra risicodragend vermogen om aantrekkelijk te blijven voor toekomstige deelnemers en discontinuïteit te voorkomen. Door geen verantwoordelijkheid te nemen voor extra risicodragend vermogen loopt men het risico dat men zich later moet uitleveren aan de overheid. Men maakt dan dezelfde fout als de banken, die te veel risico namen met te weinig risicodragend vermogen.

Een derde nadeel van het verlengen van de hersteltermijn is dat er onzekerheid blijft wie uiteindelijk de prijs gaat betalen voor de *debt*

29 Een jaar later met pensioen betekent dat de kostendekkende premie met ongeveer 8% kan dalen. Bij een pensioenpremie van 20% op de premiebasis en een premiebasis die (voor Nederland gemiddeld) ongeveer een kwart is van de pensioenverplichtingen betekent dit dat de herstellpremie ongeveer  $8 * 0.2 / 4 = 0.4\%$  punt dekingsgraadswinst per jaar genereert indien de geambieerde pensioenleeftijd met een jaar opschuift en de premie constant blijft. Twee jaar later met pensioen en een hersteltermijn van 15 jaar impliceert 12% punt winst in dekingsgraad. Voor grijze pensioenfondsen is deze winst minder en voor jonge pensioenfondsen groter.

*overhang* als herstel niet optreedt. Dat is in de huidige situatie niet bevorderlijk voor het herstel van de economie – zeker nu mensen al zo onzeker zijn. Zonder een uitspraak te doen wie onverhoopt opdraait voor tegenvallers, is het ook moeilijk voor een pensioenfondsbestuur om belangen tegen elkaar af te wegen bij het beleggingsbeleid.

Een vierde punt is dat door in deze moeilijke situatie alle garanties overeind te houden men de verwachtingen van de deelnemers over de waarde van de garanties nog meer vergroot. De onvoorwaardelijke verplichtingen van pensioenfondsen worden nog harder. Daardoor kan men in de toekomst over nog minder eigen vermogen beschikken. Men zal gedwongen worden minder risico te nemen in het beleggingsbeleid, zodat de kostendekkende premie stijgt. Verder dreigt het gevaar van juridische claims als in een later stadium alsnog moet worden afgestempeld.

Een vijfde en laatste nadeel is, dat men ook de geldillusie van deelnemers en het nominale karakter van de garanties versterkt. Bij een lage inflatie afstempelen kan minder erg zijn dan het niet indexeren bij een hoge inflatie. Door bij het uitblijven van herstel nu niet af te stempelen, loopt met het risico later nog forser te moeten afstempelen of niet te kunnen indexeren als de inflatie oploopt. Men kiest dan voor het op peil houden van uitkeringen op de korte termijn ten koste van de koopkracht van de uitkeringen op lange termijn.

### **3.5 Omzetten van onvoorwaardelijke in voorwaardelijke aanspraken**

Een derde mogelijkheid om herstelplannen in te vullen is om de huidige deelnemers die nominale pensioenrechten hebben opgebouwd aan te wijzen als risicodragers. Mocht herstel van de dekkingsgraad niet optreden binnen een redelijke termijn dan worden de nominale garanties niet gestand gedaan en worden nominale rechten verlaagd. Onvoorwaardelijke rechten ('vreemd vermogen') worden in feite met terugwerkende kracht omgezet in voorwaardelijke rechten ('eigen vermogen').

De fondsen en de huidige deelnemers nemen zelf hun verantwoordelijkheid. Helder wordt wie de risicodragers zijn bij de huidige onderdekking, namelijk de *huidige* deelnemers in plaats van *toekomstige* deelnemers of belastingbetalers. Zonder een grote *debt overhang* blijven de fondsen daardoor voor nieuwe deelnemers aantrekkelijk. Er blijft

geen onzekerheid boven de markt hangen wie de prijs van de onderdekking gaat betalen.

Doordat de huidige deelnemers hun verlies direct nemen en verdelen, wordt de kans op toekomstig herstel groter. Niet alleen blijft toetreding aantrekkelijk en worden de risico's op een toekomstig conflict kleiner, men kan ook gemakkelijker risicovol blijven beleggen en daarbij blijven profiteren van de risicopremies die momenteel hoog zijn. Men houdt de ambitie overeind om de huidige verliezen meer dan goed te maken. Door nu door de zure appel heen te bijten en eerlijk te zijn dat *het risico* bestaat op een lager pensioen in de toekomst kan men een *naar verwachting* herstel van pensioenrechten voorspiegelen.

### *Twee belangrijke keuzes*

Als men kiest voor het omzetten van garanties in risicodragende aanspraken zijn er twee belangrijke keuzes. In de eerste plaats de vraag hoeveel onvoorwaardelijke aanspraken men wil omzetten in voorwaardelijke aanspraken. Dit heeft consequenties voor het beleggingsbeleid en vraagt om een afweging tussen het profiteren van het verwachte herstel versus het voorkomen het verder wegzakken van de pensioenrechten als herstel uitblijft. Paragraaf 3.5.1 bespreekt deze eerste vraag.

De tweede vraag is of men binnen een fonds een uniforme afweging maakt voor alle deelnemers bij het omzetten van onvoorwaardelijke en voorwaardelijke aanspraken. Zo kan men alle garanties proportioneel verminderen met de reeds opgebouwde aanspraken, waarbij men voor alle deelnemers een uniforme afweging zal moeten maken tussen het op peil houden van garanties enerzijds en het vergroten van het opwaartse potentieel anderzijds. Een alternatief is om vooral de onvoorwaardelijke aanspraken van actieven te verminderen, waarbij de onvoorwaardelijke aanspraken van jongere actieven relatief het meest worden getroffen. Deze variant sluit aan bij de in paragraaf 2.3 besproken variant, met dit belangrijke verschil dat we hier expliciet meewegen dat dit contract niet van te voren is gespecificeerd en met terugwerkende kracht wordt toegepast op reeds opgebouwde pensioenrechten. Paragraaf 3.5.2 analyseert de keuzes tussen deze twee opties.

### **3.5.1 Hoeveel extra risicodragend kapitaal: hoeveel wanneer afstempelen?**

#### *Minder afstempelen nu met meer kans op verlagen en verhogen uitkering in toekomst*

Als men nu kiest voor meer risicodragende aanspraken en minder nominale garanties, kan men op dit moment een hoger pensioen blijven uitbetalen en naar verwachting blijven voorspiegelen maar moet men de deelnemers nu wel meedelen en er op voorbereiden dat de kans bestaat dat de uitkering verlaagd zal worden als er geen herstel optreedt. Men neemt dus meer tijd om het mogelijk slechte nieuws te communiceren en aan de mogelijkheid van negatieve indexatie ('afstempeling') te wenen. In dat opzicht lijkt deze variant op het verlengen van de hersteltermijn, met dit verschil dat men risicodragers nu direct aanwijst binnen de huidige deelnemers mocht het herstel gedurende de hersteltermijn niet optreden.

In deze variant vergroot men direct expliciet het risicodragende kapitaal waarover het pensioenfonds beschikt, omdat men relatief veel onvoorwaardelijke rechten omzet in voorwaardelijke rechten. Er is sprake van een aanzienlijke herkapitalisatie van het pensioenfonds. Men kan daardoor ook blijven beleggen in risicodragende titels en blijven profiteren van risicopremies. De dekkingsgraad van het pensioenfonds kan door deze operatie in feite direct stijgen, omdat er minder onvoorwaardelijke verplichtingen zijn.

#### *Afstempelen nu maar meer zekerheid dat dit niet weer gebeurt*

Als men niet kiest voor meer risicodragende aanspraken, maar wel risicodragers expliciet wil aanwijzen, zal men bij onderdekking nu al de uitkeringen nominaal moeten verlagen (negatieve indexatie). Men neemt de pijn bij onderdekking dus al op korte termijn. Maar daar staat wel tegenover dat er maar een geringe kans bestaat dat de uitkeringen in de toekomst verder moeten worden verlaagd. Men kiest voor nominale zekerheid. In deze variant minimaliseert men het afschrijven op onvoorwaardelijke aanspraken en creëert men nauwelijks meer risicodragend kapitaal. Men zal risicodragende beleggingen dan ook moeten afstoten en risico's aan de activazijde van de balans moeten dichtzetten. Dit sluit dicht aan bij de letter van het huidige contract.



### 3.5.2 Differentiatie tussen cohorten: bij wie afstempelen?

Als afstempelen aan de orde is of komt is de cruciale vraag hoeveel bij wie wordt afgestempeld. In deze paragraaf gaan we allereerst in op mechanismen waarbij proportioneel met reeds opgebouwde rechten wordt afgestempeld, daarna komt differentiatie tussen cohorten aan de orde.

#### *Proportioneel met reeds opgebouwde rechten*

Iedereen proportioneel laten delen in het afstempelen in termen van de reeds opgebouwde rechten sluit het dichtst aan bij de geest van het huidige pensioencontract waarbij veranderingen worden gecommuniceerd in reeds opgebouwde aanspraken (het discontinuïteitperspectief).

Elk pensioenfonds zal zijn eigen afweging kunnen maken, hoeveel onvoorwaardelijke rechten men wil omzetten in voorwaardelijke rechten, afhankelijk van de mogelijkheid van gepensioneerden en actieve deelnemers om met het risico van een verlaging van nominale aanspraken om te gaan en een inschatting van de waarschijnlijkheid van dat risico. Binnen het fonds worden alle deelnemers uniform behandeld in de afruil tussen zekerheid en verwachte ambitie.

Het proportioneel verminderen van onvoorwaardelijke aanspraken kan bijdragen aan een versnelde stijging van de effectieve pensioenleeftijd. De meeste onvoorwaardelijke pensioenrechten zijn immers geaccumuleerd door de oudere actieven met bovenmodale inkomens die dicht bij hun pensioen zitten (de babyboomers). Vergeleken met jongere generaties hebben zij nog riante pensioenrechten. Hun rechten zijn nog voornamelijk onder eindloonsysteem opgebouwd; men profiteert nog van hele goede overgangsregelingen voor VUT en prepensioen.<sup>30</sup>

Door hun onvoorwaardelijke pensioenrechten te verminderen worden de babyboomers gestimuleerd langer door te werken en te profiteren van allerlei fiscale subsidies (waaronder de doorwerkbonus) en de methode van doorsneeopbouw van pensioenrechten.<sup>31</sup> Zo komt de effectieve pensioenleeftijd sneller bij de 65 te liggen en betaalt de overheid mee aan het verminderen van de pijn voor deze groep. Vooral werknemers

30 Dit gaat er van uit dat de nieuw op te bouwen rechten niet veranderen. Zie voor een mogelijke combinatie: paragraaf 3.6.

31 Daardoor koopt men relatief veel nieuwe pensioenrechten in. Dit holt de dekkinggraad overigens verder uit. Als deelnemers kiezen voor langer doorwerken vertraagt dus het herstel van de dekkinggraad.

met hogere inkomens worden gestimuleerd om langer door te werken om zo hun levensstandaard gedurende het pensioen op peil te houden. Deze groep werknemers is immers meer afhankelijk van de tweede pijler dan oudere werknemers met lagere inkomens voor wie de AOW relatief belangrijker is.

#### *Differentiatie tussen cohorten*

Nadeel van de hierboven beschreven optie is dat de afweging tussen garanties en ambities voor alle cohorten op dezelfde manier moet worden gemaakt. Vaak zal het zo zijn dat voor ouderen meer zekerheid gewenst zal zijn, waarbij men de kans op het nominaal verminderen van uitkeringen wil beperken. Voor jongeren kan dat anders liggen.

Paragraaf 2.3 bespreekt de structurele voor- en nadelen van het differentiëren tussen cohorten in de risicodragendheid van aanspraken. Deze differentiatie sluit het beste aan bij het langetermijnkarakter van pensioenbeleggingen – zeker als de onvoorwaardelijke garanties vooral voor jongere actieven worden omgezet in voorwaardelijke aanspraken. Lagere garanties kunnen zelfs bijdragen aan hogere ambities. In de huidige situatie moeten opgebouwde garanties ('vreemd vermogen') met terugwerkende kracht worden omgezet in voorwaardelijke aanspraken ('ambities' of 'eigen vermogen').

Het grote probleem met deze optie in de huidige situatie is dat het onduidelijk is welke ruilverhouding op dit moment fair is (welke prijzen men moet gaan benutten) bij het omruilen van voorwaardelijke in onvoorwaardelijke aanspraken voor verschillende cohorten en de heronderhandeling van het pensioencontract en de daarbij horende pensioen-aanspraken. Hierbij zijn er verschillende varianten. In tegenstelling tot het in paragraaf 2.3 behandelde model heeft men namelijk niet in een vroeg stadium achter de *veil of ignorance* afspraken gemaakt maar moet men nu risicodragende en onvoorwaardelijke aanspraken gaan uitwisselen als het risico zich al voor een deel heeft voorgedaan. Het benutten van de huidige marktprijzen kan dus resulteren in zeer slechte uitkomsten voor de groepen die tegen risico's beschermd willen worden.

#### *Mogelijke differentiatievarianten*

De eerste optie is de huidige marktprijzen te nemen voor de *put* optie die actieven schrijven voor de gepensioneerden indien hun rechten relatief sterker gegarandeerd worden. Deze prijzen zijn gunstig voor jon-

geren omdat de onzekerheid groot is terwijl het rendement op nominale garanties laag is. Met andere woorden: garanties ('reddingsboten') zijn duur maar ambities zijn goedkoop. Dat betekent dat gepensioneerden die volledige zekerheid nastreven in fondsen met onderdekking hun aanspraken direct zien afgestempeld en ook nog al hun opwaartse potentieel verliezen. Actieven die hun opwaartse potentieel willen behouden zien in dit geval dat hun ambities op peil worden gehouden. Wel zien actieven hun gegarandeerde rechten als deel van hun huidige rechten meer afnemen dan gepensioneerden.

Men kan er ook voor kiezen om de onverwachte schuld geheel af te schuiven op de actieven door bij tegenvallers een gelijk effect op de gegarandeerde pensioenleeftijd na te streven in een continuïteitsperspectief zonder dat daar een extra claim van actieven op de *upside* tegenover staat.

Een derde optie is te kiezen voor een tussenvariant, waarbij jongeren meer garanties inleveren maar ook een betere indexatiekwaliteit krijgen – hoewel minder dan bij het benutten van de huidige marktprijzen.<sup>32</sup> Voordeel van deze variant is dat de huidige koopkracht van reeds gepensioneerden nauwelijks wordt getroffen. De kasstromen en de huidige koopkracht blijven dus goed op peil. Voor wat betreft de actieven (behalve degenen die dicht bij hun pensioen zitten) geldt dat men uiteindelijk weinig of niets zal merken van het verminderen van de huidige garanties, als de financiële markten volgens de huidige verwachting op termijn zullen herstellen. Bij herstel van financiële markten is er dus weinig verschil met het verlengen van de hersteltermijn. Voor actieven zijn ambities belangrijker dan garanties, en ambities blijven grotendeels overeind. Stel dat fondsen thans een nominale dekkingsgraad hebben van 100% bij een nominale rente van 3.5%. Indien de beleggingen op lange termijn dankzij een risicopremie een verwacht reëel rendement opleveren van 3.5% dan is het huidige beschikbare pensioenvermogen in verwachting voldoende om de huidige pensioenrechten levenslang op een waardevast niveau uit te kunnen keren.

32 Men kan bijvoorbeeld de marktprijzen benutten van een jaar geleden. Dit is in feite het met terugwerkende kracht toepassen van het in paragraaf 2.3 bepleitte model.

### 3.6 Eigen visie: combinaties

Alle geschetste opties overziend lijkt een combinatie van de geschetste mogelijkheden om om te gaan met de bestaande onderdekking en tegelijkertijd de robuustheid van het stelsel te vergroten aan te bevelen. Door een combinatie van mogelijkheden worden de scherpe kantjes van elk van de mogelijkheden afgehaald en delen oudere en jongere generaties de pijn. In de navolgende paragrafen wordt aangegeven hoe dergelijke combinaties er uit zouden kunnen zien.

#### 3.6.1 Reeds opgebouwde aanspraken

##### *Nominale garanties proportioneel omzetten in risicodragende aanspraken*

Om de fondsen te herkapitaliseren zet men in de eerste plaats een deel van de reeds opgebouwde onvoorwaardelijke rechten om in voorwaardelijke rechten (paragraaf 3.5). Men blijft beleggen in risicodragende titels en kiest men voor de variant waarbij huidige *cash flows* op peil blijven door premies niet te verhogen en uitkeringen niet nu te korten (zie paragraaf 3.5.1). Men communiceert wel helder dat bij het uitblijven van herstel de uitkeringen en aanspraken gekort zullen worden. Garanties nemen af maar ambities blijven op peil. Men neemt op deze manier wat meer tijd om het mogelijk slechte nieuws te communiceren dat er een risico bestaat dat uitkeringen en aanspraken later moeten worden gekort. Pensioenfondsen trekken dus in feite extra risicodragend vermogen aan van hun deelnemers.

Men zet voor iedereen binnen een fonds de onvoorwaardelijke rechten op precies dezelfde manier om in voorwaardelijke rechten (zie paragraaf 3.5.2). Men maakt dus geen onderscheid tussen cohorten, want dit is niet in de geest van het huidige pensioencontract. Dit zou bij de huidige hoge risicoaversie en onderdekking alleen maar in ruzie resulteren. Om recht te doen aan het bestaande contract wordt ook helder aangegeven, dat kortingen weer ongedaan zullen worden gemaakt, als de financiële markten herstellen.

Het verlengen van de hersteltermijn is een goede manier om invulling te geven aan bovenstaande zolang mits helder wordt aangegeven welke belanghebbenden het risico van blijvende onderdekking tijdens de hersteltermijn dragen. Dit biedt de pensioenfondsen meer tijd om in

het verwachte pad te herstellen, maar beloont hen ook voor het completeren van het risicocontract door nu al helder te maken wie het risicodragende vermogen verschaft.

### *Uitblijven indexatie resulteert in koopkrachtverlies en hogere pensioenleeftijd*

De pensioenen zullen een aantal jaren waarschijnlijk niet geïndexeerd worden voor inflatie. Dat resulteert in een aanzienlijke aantasting van de koopkracht van de aanvullende pensioenen. Naar verwachting gaat het dan om een erosie van zo'n 25% (zie paragraaf 3.2).

Als oudere actieven hun (reële) pensioenambitie op peil willen houden, ondanks het langjarig uitblijven van indexatie, kunnen ze dit repareren door bijna twee jaar langer door te werken: een jaar langer doorwerken levert namelijk zo'n 8% hoger pensioen op.<sup>33</sup> Ook het omzetten van onvoorwaardelijke in voorwaardelijke aanspraken resulteert naar verwachting op korte termijn in een verhoging van de effectieve pensioenleeftijd – met name voor babyboomers (de oudere actieven) met relatief hoge inkomens die veel rechten hebben opgebouwd.<sup>34</sup> Veel babyboomers zullen niet het risico willen lopen dat ze hun geërodeerde pensioeninkomen niet meer kunnen aanvullen als er te weinig herstel optreedt. In feite wordt het menselijk kapitaal van deze groep benut als risicodragers. Deze optie wordt minder aantrekkelijk als de recessie de vraag naar oudere werknemers in de komende jaren sterk doet afnemen en de arbeidsmarkt voor ouderen weinig flexibel blijkt.

### **3.6.2 Omvang nieuw op te bouwen afspraken**

Om tijdens de herstelperiode gebruik te kunnen maken van enige herstell premie ligt het voor de hand om de premie te handhaven op het huidige niveau maar de pensioenopbouw per jaar te verminderen zodat de spilleeftijd bijvoorbeeld twee jaar opschuift<sup>35</sup>. Dit sluit ook goed aan bij

33 Het gaat hier om modale inkomens die voor hun pensioen voor de helft afhankelijk zijn van aanvullende pensioenen en voor de andere helft van de AOW (die wel wordt geïndexeerd). Voor lagere inkomens voor wie de AOW relatief zwaar stelt is een kortere periode doorwerken voldoende.

34 Pensioenfondsen benutten de fiscale doorwerkbonus om de systematiek van de doorsneeopbouw af te vlakken. Dit om te voorkomen dat het massale doorwerken van babyboomers de vermogenspositie van pensioenfondsen uitholt.

35 In het rapport "De AOW in beweging" heeft het Actuarieel Genootschap een aantal varianten verkend van dergelijke aanpassingen van de spilleeftijd. Gewaarschuwd

voorzien aanpassingen in de AOW-leeftijd (zie paragraaf 3.6.4). Uiteraard kan de deelnemer kiezen om langer door te werken of met minder pensioenopbouw genoeg te nemen. Bij een gelijkblijvende premie kan verhogen van de spilleeftijd resulteren in een herstellpremie van zo'n 20% van de huidige premie. Dit draagt voor een pensioenfonds met een gemiddelde leeftijdsopbouw ieder jaar ongeveer 1%-punt bij aan het herstel van de dekkingsgraad.

Als de spilleeftijd wordt aangepast ligt het ook voor de hand om direct over te stappen op een systeem waarbij het risico van een hogere resterende levensverwachting bij pensionering bij het betreffende cohort zelf ligt. Als bij pensionering blijkt dat de levensverwachting is gestegen wordt de spilleeftijd daarop alsnog aangepast. De leeftijd waarop de pensioenambities kunnen worden gerealiseerd wordt dus mede bepaald door de groei in resterende levensverwachting. Dit betekent dat de kostendekkende premie<sup>36</sup> verder daalt en er extra ruimte voor een herstellpremie komt binnen het huidige premie niveau (zie paragraaf 3.4).<sup>37</sup> Dit heeft vooral op termijn een effect op de geambieerde pensioenleeftijd. Deze hervorming treft vooral de jongere actieven en heeft op korte termijn een beperkt effect op de dekkingsgraad, maar kan op langere termijn (15 jaar) wel een extra bijdrage leveren aan herstellplannen van fondsen met veel actieve deelnemers.

wordt dat een lange implementatietijd vereist zou kunnen zijn voor de pensioenuitvoerders.

- 36 Daar staat wellicht wel tegenover dat de kostendekkende premie omhoog moet door lagere rendementsverwachtingen. In dat geval is wellicht een stijging van het premie niveau onontkoombaar. Maar zie ook het derde element van het pakket. Dit heeft een matigende invloed op de kostendekkende premie.
- 37 Gedurende de herstelperiode kan dit een herstellpremie zijn. Daarna kan deze premie worden benut om de huidige doorsneeopbouw om te zetten in actuairiel faire opbouw bij een doorsneepremie. Dit elimineert het omslagelement in de tweede pijler en versterkt de vermogenspositie en het risicodragende kapitaal van pensioenfondsen. De herstellpremie kan dan ook worden gezien als een eenmalige bijdrage die de schuld van voorgaande generaties aflost. Dit omslagelement kan ook door de overheid gedragen worden.

*Hogere uittreedleeftijd...*

Als zowel de koopkracht van de reeds opgebouwde rechten verminderd wordt (zie paragraaf 3.5) als de toekomstige opbouw, neemt de leeftijd waarop pensioenambities kunnen worden gerealiseerd voor zowel babyboomers als jongere actieven toe (zie paragraaf 3.4). Deelnemers kunnen ervoor kiezen inderdaad langer actief te blijven en de effectieve pensioenleeftijd zal stijgen. Men benut dan het menselijk kapitaal van zowel de babyboomers als de jongeren als risicodragers bij de onverwachte schok van de kredietcrisis. Bij de babyboomers komt dit vooral vanwege het verminderen van reeds opgebouwde garanties. Bij de jongeren vooral van minder opbouw van toekomstige rechten voor dezelfde premie. De kortetermijneffecten op de effectieve pensioenleeftijd worden groter, als er meer ingegrepen wordt in reeds geaccumuleerde onvoorwaardelijke rechten van babyboomers.<sup>38</sup>

Verder moet worden bedacht dat het niet-indexeren van pensioenrechten hetzelfde effect heeft op de uittreedleeftijd als het afstempelen van rechten, omdat beide relatief hard aankomen bij degenen die nu dicht bij de pensioenleeftijd zitten. De effecten verschuiven meer naar de lange termijn, als het accent op een langere hersteltermijn komt te liggen met meer herstelpremies en lagere toekomstige opbouw. Men kan de twee maatregelen (verminderen reeds opgebouwde rechten en verminderen van in de toekomst nog op te bouwen rechten) zo combineren dat de verandering van de leeftijd waarop pensioenambities naar verwachting worden gerealiseerd voor alle generaties in dezelfde orde van grootte komt te liggen.<sup>39</sup> Eerste berekeningen geven aan dat dit ongeveer zou neerkomen op een verhoging van de effectieve pensioenleeftijd tussen de nul en drie jaar afhankelijk van het inkomensniveau en daarmee de afhankelijkheid van aanvullend pensioeninkomen voor pensioen.<sup>40</sup>

38 Het CPB geeft aan dat inkomenseffecten op de pensioenleeftijd beperkt zijn maar dat culturele effecten van het pensioensysteem op de pensioenleeftijd aanzienlijk kunnen zijn.

39 Op die manier komt de combinatie van enerzijds het met terugwerkende kracht verminderen van huidige garanties bij de reeds opgebouwde rechten en anderzijds het verminderen van de toekomstige opbouw voor nog op te bouwen rechten dicht bij het met terugwerkende kracht toepassen van het in paragraaf 2.3 beschreven systeem en het voorgestelde stelsel voor nieuw op te bouwen rechten (zie paragraaf 3.6.3).

40 Dit is gebaseerd op een herstelpremie van 5% van de premiebasis en een uitholling van de koopkracht van verkregen pensioenrechten van zo'n 25%.

*...vereist meer investeren in mensen*

De financiële crisis heeft robuuste pensioenen nog duurder gemaakt dan ze door de stijgende levensverwachting en de krappe arbeidsmarkt toch al dreigden te worden. Lagere rendementen op financieel kapitaal maken investeringen in menselijk kapitaal daarentegen aantrekkelijker. Schadelastbeperking wordt dus steeds belangrijker – investeren in mensen en een flexibele arbeidsmarkt voor ouderen zodat mensen langer met plezier door kunnen werken. Daar staat wel tegenover dat op korte termijn de arbeidsmarktpositie van met name oudere werknemers verslechtert door de recessie.

### **3.6.3 Risicodeling nieuw op te bouwen aanspraken**

Voor nieuw op te bouwen rechten kiezen we voor de risicodeling beschreven in paragraaf 2.3. Voor deze rechten kan men werken met een leeftijdsafhankelijke indexatiestafel zodanig dat de effecten van schokken in de dekkingsgraad op de *cash flow* (cq de verwachte pensioenleeftijd) uniform zijn over verschillende cohorten. Solidariteit blijft dus een belangrijke pijler van het systeem. Dit resulteert ook in een lagere kostendekkende premie. Collectieve herstellpremies zijn niet of nauwelijks meer aan de orde voor in de toekomst op te bouwen rechten, vanwege de dalende verhouding tussen de salarissom en de opgebouwde rechten en de huidige reeds aanzienlijke hoogte van de premies. Het premie-instrument is bot geworden. Men stapt dus over op een systeem met meer risicodragende aanspraken voor met name actieven, zodat het sturingsvermogen van pensioenfondsen toeneemt. Nominale garanties voor iedereen worden vervangen door (optisch lagere) reële garanties voor ouderen. Die garanties kunnen worden geformuleerd in termen van loonindexatie om zo de solidariteit tussen actieven en niet meer actieven te versterken. Door pensioencontracten zowel bij overdekking als onderdekking te complementeren worden de eigendomsrechten over de activakant van de balans van pensioenfondsen helder. Het met terugwerkende kracht omzetten van onvoorwaardelijke in voorwaardelijke aanspraken (zoals nu nodig blijkt) zal minder snel voorkomen omdat van te voren helder is wie risicodragers zijn.

#### *Flexibelere pensioenleeftijd*

Deze variant doet een groter beroep op een flexibele pensioenleeftijd als instrument om risico's te bufferen voor degenen die hun pensioenambi-



ties willen realiseren. Mensen zullen niet graag snel uittreden, omdat dit de waarde aantast van hun menselijk kapitaal als instrument om risico te bufferen. Een hogere effectieve pensioenleeftijd vereist een beter functionerende arbeidsmarkt voor ouderen. Vooral jongere actieven zullen hier op termijn mee te maken krijgen. Zij kunnen hierdoor van een hogere risicopremie genieten, maar moeten meer risico's bufferen. Een flexibele arbeidsmarkt kan zo helpen de kosten van pensioenen te drukken.

#### **3.6.4 Hogere AOW leeftijd**

##### *Openbare financiën op orde houden ondanks kredietcrisis*

De voorgestelde hervormingen in tweedepijlerpensioenen sluiten goed aan bij het verhogen van de AOW-leeftijd in lijn met de levensverwachting (bijvoorbeeld met een maand per jaar). Omdat de hogere overheids-schuld als gevolg van de recessie het vergrijzingsgat verder heeft vergroot, komt het verhogen van de AOW-leeftijd nu eerder in beeld dan de voorstellen van de commissie Bakker (die pleitte voor aanpassing in 2016). Ook de fiscale claim op de pensioenfondsen (vanwege de omkeerregel) is in waarde gekelderd. Het verder fiscaliseren van de AOW is minder aantrekkelijk geworden, omdat de koopkracht van gepensioneerden minder stijgt. Daarbij komt dat de overheid door de interventies in de financiële sector veel off-balance risico's is aangegaan.

Door nu het geleidelijk verhogen van de AOW leeftijd aan te kondigen creëert het kabinet meer ruimte om tijdens de recessie de economie te ondersteunen en daarmee de vraag naar menselijk kapitaal en oudere werknemers op peil te houden. Het kabinet vangt zo twee vliegen in een klap: het op korte termijn op peil houden van de vraag naar arbeid en het op langere termijn vergroten van het aanbod van arbeid (zie Bovenberg (2008)).

De in paragraaf 3.2 beschreven effecten op de reële waarde van reeds opgebouwde pensioenrechten zullen er toe leiden dat de feitelijke pensioenleeftijd voor hogere inkomens sneller naar de 65 jaar beweegt dan eerder gedacht. Ook dat maakt het eerder aanpassen van de AOW-leeftijd aantrekkelijker.

Een hogere pensioenleeftijd en een hogere AOW-leeftijd creëren ruimte voor de overheid om eventueel de mogelijke koopkrachteffecten van het achterblijven van de aanvullende pensioenuitkeringen in de komende jaren te compenseren via een kop op de AOW of een speciale

fiscale korting voor ouderen met een klein aanvullend pensioen. Een verschraling van de uitkeringen in de tweede pijler is acceptabeler als de AOW goed op peil blijft. Nu de kapitaalgedekte pensioenen onder druk staan, is het zaak het omslagstelsel op peil te houden – met name omdat dat van meer belang is voor laaggeschoolden, die vaak een lagere levensverwachting hebben. Voor de mensen van wie niemand mag verwachten dat ze doorwerken tot de hogere AOW-leeftijd, moet er een aanvullende inkomensvoorziening komen. Op gemeentelijk niveau, omdat er juist lokaal van alles te doen valt in de vorm van vrijwilligerswerk, waardoor deze groep langer actief en betrokken blijft.

#### *Pensioenrechten omlaag voor hogere en lagere inkomens*

Het verhogen van de AOW-leeftijd is vooral ongunstig voor lagere inkomens, omdat deze inkomens meer afhankelijk zijn van de AOW dan midden- en hogere inkomens. Zoals echter beschreven in paragraaf 3.6.2 zal de effectieve pensioenleeftijd in de aanvullende pensioenen (die vooral relevant zijn voor midden- en hogere inkomens) binnen een relatief korte periode met twee tot drie jaar kunnen opschuiven als gevolg van de erosie van de koopkracht van reeds opgebouwde pensioenrechten en een versobering van de pensioenopbouw in de toekomst. Als tegelijkertijd de AOW leeftijd met zo'n twee jaar wordt verhoogd betekent dit dat de reële pensioenrechten voor hogere inkomens iets meer dalen dan voor lagere inkomens.

### **3.7 Toezichtcriteria voor herstelplannen**

Het is de verantwoordelijkheid van pensioenfondsbesturen om het beleggings-, premie- en indexatiebeleid van het fonds aan te passen in het licht van de kredietcrisis. Zij dienen, waar van toepassing, herstelplannen op te stellen, waarmee de belangen van de deelnemers het best gediend worden. De criteria die de wetgever en de toezichthouder, de Nederlandsche Bank, daarvoor stellen zijn een randvoorwaarde. Die criteria zijn uiteraard van groot belang om te waarborgen dat de belangen van alle stakeholders in het fonds voldoende worden nagekomen. Ook kunnen de criteria een grote invloed hebben op de beschikbare beleidskeuzes voor het fonds.

In de eerste maanden van 2009 is besloten de criteria waaraan herstelplannen dienen te voldoen te herzien. In de Pensioenwet was geregeld dat in geval van dekkingstekort (een dekkingsgraad beneden de 105%) direct afgestempeld moet worden, indien verwacht herstel niet binnen drie jaar gerealiseerd kan worden. In februari en maart 2009 is besloten onder een aantal voorwaarden de mogelijkheid te openen om te kiezen voor een hersteltermijn van vijf jaar. Een eerste belangrijke voorwaarde voor een hersteltermijn van vijf jaar was, dat het fonds direct bij het ingaan van het herstelplan beslist en aan de deelnemers duidelijk maakt hoe met eventuele toekomstige tegenvallers ten opzichte van het verwachte herstelpad zal worden omgegaan. Deze voorwaarde sluit goed aan bij ons pleidooi om completere contracten op te stellen, waarbij tijdig wordt gecommuniceerd dat, als herstel niet optreedt, er voor vele fondsen niet aan afstempelen zal zijn te ontkomen.

Wel kan men kanttekeningen zetten bij de datum waarop feitelijk afstempelen voor het eerst aan de orde geweest zou zijn, te weten augustus 2010 voor fondsen die ook in verwachting binnen vijf jaar niet zullen herstellen, en december 2010 voor fondsen die aangeven vijf jaar voor verwacht herstel nodig te hebben. Deelnemers zijn door de zeer snelle en plotselinge daling van de dekkingsgraad nog niet goed voorbereid op het mogelijk verlagen van uitkeringen. Daarom is het wijs om enige tijd te nemen om de geesten daarvoor rijp te maken. Sommige fondsen zullen er wellicht ook liever voor kiezen al eerder de pijn te nemen. Er bestaat een afruil tussen direct met een grote kans relatief weinig afboeken en later met een kleinere kans fors afboeken. De politiek heeft uiteindelijk vastgelegd dat fondsen het eerste bijstuurmoment in principe tot na 1 januari 2012 mogen uitstellen. Hierdoor hebben de fondsen ruimte gekregen hun eigen verantwoordelijkheid in samenwerking met DNB zelf in te vullen met maatwerk.

Een belangrijke tweede voorwaarde bij het hanteren van een hersteltermijn van vijf jaar was dat achterstanden op het verwachte herstelpad jaarlijks moesten worden ingelopen. Daarmee diende volledig herstel van het dekkingstekort na vijf jaar bereikt te zijn. Deze conditie wordt naar verwachting in 2012 weer actueel. De prijs voor zo'n herstelmechanisme is dat grote aanpassingen nodig kunnen zijn in de sturingsinstrumenten, omdat deze een beperkte stuurkracht ten opzichte van exogene schokken hebben. Voor nieuwe schokken geldt dan immers in feite een hersteltermijn van slechts een jaar.

Neem het voorbeeld van een pensioenfonds dat precies op het verwachte herstelpad zit, maar in enig jaar wordt geconfronteerd met een onverwachte daling van de rente van slechts 40 basispunten. Om herstel binnen een jaar te bewerkstelligen moeten voor een gemiddeld fonds de pensioenrechten met 6% worden afgestempeld, of de premie worden verdubbeld. Als in het jaar daarna de rente weer met 40 basispunten is gestegen, kan de korting vervolgens weer ongedaan gemaakt worden. Dit resulteert dus in uiterst volatiel beleid dat voor deelnemers moeilijk is te begrijpen, analoog aan de inhaalindexaties uit 2007 die in 2008 door nieuwe indexatiekortingen werden gevolgd.

Veel aantrekkelijker dan het jaarlijks springen naar het verwachte herstelpad lijkt het om in plaats hiervan een eis van dynamische consistentie aan herstelplannen op te leggen. Uitgangspunt daarbij is dat bij elke dekkingsgraad het dekkingstekort naar verwachting is weggewerkt aan het einde van de hersteltermijn, terwijl de kans dat dit niet gebeurt ook voldoende klein is. Maar deze laatste kans is niet nul, zoals in de nieuwe regelgeving, maar bijvoorbeeld 25%. Bij een nieuwe negatieve schok vlak voor het aflopen van de eerste hersteltermijn krijgt het fonds dan weer een volledige termijn om te herstellen.

De bestaande uitwerking van de toetsingscriteria voor herstelplannen leidt dus tot zeer volatiel beleid. Daardoor dreigt bovendien het gevaar, dat pensioenfondsen de risico's van onberekenbaar beleid zullen willen beperken door het nominale renterisico af te dekken. Daardoor zijn fondsen minder goed beschermd tegen het risico van een olopende inflatie. De pensioenfondsbesturen zijn dan uit de brand, omdat uitkeringen niet nominaal gekort hoeven te worden, maar de deelnemers dreigen dan op termijn gevoelig koopkrachtverlies te leiden. Voor een deelnemer weegt het risico dat de pensioenuitkeringen niet kunnen worden geïndexeerd als de inflatie 4% is, immers zwaarder dan een gelijk risico dat bij stabiele prijzen de nominale pensioenuitkeringen met 2% moeten worden gekort.

#### 4 Conclusies

In dit paper hebben we geanalyseerd welke antwoorden pensioenfondsen kunnen geven op de structurele vragen die door de pensioen crisis op tafel zijn gekomen en hoe pensioenfondsen op de huidige onderdekking kunnen reageren zonder hun langetermijnperspectief te schaden.

*Lange termijn: meer risicodragende aanspraken voor met name actieven*  
Wij hebben gepleit voor het vergroten van het risicodragende vermogen van pensioenfondsen, zodat de fondsen als langetermijnbeleggers kunnen blijven beleggen in risicodragend kapitaal. Dit laatste is in het belang van zowel de deelnemers als de macro-economie als geheel. Voor nieuw op te bouwen rechten kan dit relatief eenvoudig worden bereikt door nieuw op te bouwen rechten van met name (jongere) actieven meer risicodragend te maken.

*Korte termijn: maak huidige onvoorwaardelijke aanspraken meer voorwaardelijk*

Voor reeds opgebouwde rechten ligt het een stuk ingewikkelder – zeker omdat de pensioenfondsen door de erosie van buffers zelf niet meer over risicodragend vermogen beschikken. Tenzij herstel tijdig optreedt zal men dan naast het langjarig niet indexeren van reeds opgebouwde aanspraken ook onvoorwaardelijke nominale rechten met terugwerkende kracht moeten omzetten in voorwaardelijke rechten. De alternatieven van het geheel neerleggen van de risico's bij toekomstige premie betalers en toekomstige deelnemers zijn niet aantrekkelijk omdat dan discontinuïteit van het fonds en het stelsel dreigen. Gegeven de ernst van de huidige schok is een bijdrage uit herstellpremies overigens ook onontkoombaar. Daarbij gaat onze voorkeur uit naar het verlagen van de pensioenopbouw en niet naar het verhogen van de premies. Zo wordt de schok gelijker verdeeld tussen oudere begunstigen die geheel afhankelijk zijn van reeds opgebouwde pensioenrechten en jongere deelnemers die het vooral moeten hebben van toekomstige pensioenopbouw.

*Kortetermijnkosten van openheid over risicodragers hoog...*

Het gevaar van het expliciteren van risicodragers is dat pensioenfondsen open moeten zijn over wie de risicodragers zijn op een moment dat risicopremies erg hoog zijn en fondsen daadwerkelijk in onderdekking zijn.

Het met terugwerkende kracht aanwijzen van risicodragers bij onderdekking zal daarom door betrokkenen als slecht nieuws worden ervaren. Dit onverwachte nieuws zou het vertrouwen onder het pensioenstelsel op korte termijn kunnen ondergraven: het zal ervaren worden als het terugtrekken van een brandverzekering op het moment dat het huis in brand staat.

Vanuit het gezichtspunt van de pensioensector lijkt het dan ook wellicht het beste om maar te hopen op herstel en mensen nu niet onnodig bang te maken – bijvoorbeeld door de op termijn mogelijke grote koopkrachteffecten van de crisis nauwelijks te belichten. Het scenario van het verder wegzakken van beurzen of het nauwelijks herstellen ervan lijkt immers niet erg waarschijnlijk. Bovendien kan men dan altijd nog de deelnemers mobiliseren en bij de overheid aan te kloppen voor steun of de last vooruit te blijven schuiven naar toekomstige generaties. In feite treedt de overheid dan op als extra risicodragers.

*...maar langetermijnbaten hoger*

Psychologen stellen echter dat het de betrouwbaarheid en geloofwaardigheid van een institutie ten goede kan komen, als men de mogelijke negatieve kanten van bepaalde keuzen in een vroeg stadium openbaart (bijvoorbeeld blijven beleggen in aandelen en het daarmee gepaard gaande hogere risico van afstempelen) en de belanghebbenden dan al deelgenoot maakt van de afwegingen.<sup>41</sup> Tegen de hogere betrouwbaarheid en geloofwaardigheid van het fonds staat dan wel dat mensen de keuzen die het fonds (bijvoorbeeld aangaande de beleggingsmix) kunnen gaan betwijfelen. Zo kan er een spanning ontstaan tussen enerzijds het opbouwen van draagvlak voor een bepaalde keuze en anderzijds het koesteren van de geloofwaardigheid van pensioenfondsen op de lange termijn. Al met al moeten in de huidige situatie de fondsen expliciet aangeven wie de risicodragers zijn. Hoe langer men wacht, hoe groter de potentiële risico's worden en hoe meer de getroffen mensen reden hebben om een hoge prijs te vragen, als ze met terugwerkende kracht worden getroffen.

<sup>41</sup> Dat gebeurt niet bij de mooie spreuk om risicovolle beleggingen te verantwoorden: "liever een minder zeker pensioen dan zeker minder pensioen."

*Criteria voor herstelplannen*

DNB dient op te treden als beschermer van de belastingbetaler en moet de waarde van de put optie die de overheid heeft uitgeschreven minimaliseren. De beslissing dat pensioenfondsen onder voorwaarden een langere hersteltermijn kunnen krijgen, sluit goed aan bij de aanbevelingen van dit paper. De uitwerking van die voorwaarden lijkt er echter toe te leiden dat te volatiel pensioenbeleid wordt opgelegd. Beter lijkt het om slechts een eis van dynamische consistentie op te leggen, waarbij duidelijk wordt gemaakt wie de risicodragers zijn als verwacht herstel uitblijft. Het pensioencontract wordt zo completer gemaakt bij onderdekking door gedurende de herstelperiode aan te geven wat er conditioneel op de ontwikkelingen gebeurt. Door onvoorwaardelijke rechten ('garanties') om te zetten in voorwaardelijke rechten ('ambities') kan men blijven profiteren van een hoger verwacht rendement door te blijven beleggen in risicodragende titels zonder de continuïteit van het pensioenfonds op het spel te zetten. Mensen worden voorbereid op slecht nieuws maar dat nieuws wordt nu nog niet in werking gesteld. *Cash flows* blijven vooralsnog grotendeels op peil. Ook is het nu nog mogelijk risicodragers enigszins te belonen met de *upside*. Dit wordt steeds moeilijker naarmate de dekkinggraad verder wegzakt.

## APPENDIX A:

### **Kunnen pensioenfondsen het functioneren van financiële markten verbeteren?**

Goed functionerende en stabiele financiële markten zijn een belangrijke noodzakelijke voorwaarde voor pensioenvoorzieningen gebaseerd op kapitaaldekking. Een financiële crisis eindigt vaak met het verdampen van opgebouwde vermogens – al of niet via inflatie – en met langdurige perioden van lage rendementen. In principe kunnen kapitaalgedekte systemen langdurige perioden van hoge rendementen uitmiddelen met perioden met lage rendementen door intergenerationele risicodeling. Maar het opbouwen van buffers in vette jaren en het beschermen van deze buffers voor de generaties die te maken krijgen met de magere jaren blijkt zowel conceptueel (hoe herkennen we de vette jaren?) als politiek (hoe beschermen we de buffers tegen allerlei claims?) uiterst ingewikkeld. Verder staat of valt het rendement op risicodragend kapitaal met betrouwbare instituties om bespaarde gelden toe te vertrouwen aan investeerders.

Pensioenfondsen hebben daarom gezamenlijk groot belang bij stabiele en goed functionerende financiële markten. Pensioenfondsen kunnen als langetermijnbeleggers een belangrijke stabiliserende invloed uitoefenen op kapitaalmarkten. Door de (semi-) verplichte deelname lopen pensioenfondsen niet het risico dat begunstigen hun kapitaal terugtrekken, of dat deelnemers (en werkgevers) geen premies meer inleggen om nieuwe rechten op te bouwen. Pensioenfondsen zijn dus minder kwetsbaar voor veranderende stemmingen van beleggers en het daarbij horende kuddegedrag. Door het vergroten van risicodragend vermogen kunnen pensioenfondsen macro-economische fluctuaties op kapitaalmarkten en in de reële economie beperken. Zie hiervoor hoofdstuk 2.

Ook het non-profitkarakter van de fondsen en het feit dat pensioenfondsen exclusief werkzaam zijn voor een stabiele groep werkgevers en werknemers kunnen bijdragen aan goed functionerende kapitaalmarkten. De langdurige relaties tussen de verschillende belanghebbers kunnen een duurzame vertrouwensrelatie ten goede komen en bestrijden opportunistisch kortetermijngedrag. Zo ontbreken externe aandeelhouders die hun kapitaal kunnen terugtrekken uit het fonds.



Dit voorkomt agency-problemen die voortspruiten uit belangenconflicten tussen de externe aandeelhouders en de andere belanghebbenden.

De in de pensioenfondsen opgebouwde expertise speelt een belangrijke rol bij het disciplineren van commerciële aanbieders van financiële producten. Hier is overigens wel sprake van een spanningsveld. Enerzijds vereist het opbouwen van expertise een zekere schaalgrootte. Dit resulteert in meer en meer uitbesteding van activiteiten door kleinere fondsen die dicht bij deelnemers staan. Anderzijds vereist een duurzame vertrouwensrelatie dat de afstand tussen de uitvoeringsorganisaties en de deelnemers niet te groot wordt. Dit is in feite de klassieke afruil tussen meer arbeidsdeling en specialisatie enerzijds en het beperken van transactiekosten anderzijds. Pensioenfondsen staan door verdergaande specialisatie voor steeds grotere agency-problemen. Hierdoor worden de eisen aan verantwoord governance steeds hoger.

De kredietcrisis heeft een tweeledig effect op de pensioenfondsen. Aan de ene kant komt er meer waardering voor non-profitorganisaties zonder externe aandeelhouders die zich exclusief richten op de belangen van deelnemers. Aan de andere kant is de stabiliserende invloed van pensioenfondsen op de kapitaalmarkten beperkt gebleken. Pensioenfondsen zijn zelf ook flink het schip in gegaan (niet alleen met aandelenbeleggingen, maar ook bij subprime, CDO's en hedge fondsen) en hebben fondsen als aandeelhouders allerlei zottigheid niet kunnen voorkomen. Sterker nog, institutionele beleggers worden in de publieke opinie soms als medeplichtigen gezien in de gegroeide misstanden, waaronder bijvoorbeeld het kortetermijngedrag van banken. Als aandeelhouders hebben institutionele beleggers bij bijvoorbeeld banken onvoldoende toezicht gehouden op het risico dat banken namen.

Op welke manieren kunnen pensioenfondsen zelf actief bijdragen aan een beter functionerend kapitalisme?

### *1. Verbeteren van corporate governance*

De samenleving vraagt om stabiele, duurzame beleggers die zich nadrukkelijk verdiepen in een bedrijf en actieve verantwoordelijkheid nemen voor het reilen en zeilen van een bedrijf. Na het spreiden van een grote portefeuille over zo'n honderd bedrijven is de toegevoegde waarde van verdere diversificatie erg beperkt. Meer geconcentreerd aandelenbezit voorkomt bij beursfondsen de voortdurend kortetermijndruk die niet spoort met de noodzaak om lange-termijn waarde te creëren. Dit is in

het welbegrepen langetermijnbelang van pensioenfondsen die gericht zijn op lange-termijn waardecreatie. Wellicht moeten fondsen bepaalde bedrijven geheel van de beurs halen: niet-beursgenoteerde bedrijven lijken deze crisis beter te overleven (met name in de financiële sector). Dit resulteert in een sterkere positie van aandeelhouders, in tegenstelling tot de roep in de publieke opinie om aandeelhouders een toontje lager te laten zingen. Pensioenfondsen lijken uitstekend gepositioneerd om vorm te geven aan nieuw, duurzaam aandeelhouderschap.

## *2. Verschaffen van risicodragend kapitaal ten behoeve van publieke infrastructuur*

Aandeelhouders worden verantwoordelijk gehouden voor het korte-termijn gedrag van banken en andere financiële instellingen. Maar tegelijkertijd is er nu een grote behoefte aan risicodragend kapitaal omdat de gepercipieerde risico's zijn toegenomen – met name in het bankwezen maar ook bij commerciële verzekeraars. Tegelijkertijd is het aanbod van risicodragend kapitaal opgedroogd vanwege de vlucht naar zekerheid. Alleen de overheid is nu bereid risicodragend kapitaal te verschaffen aan de financiële sector. Dit vanwege het publieke belang van een goed functionerende financiële sector die risico's durft te nemen door krediet te verschaffen aan ondernemers. De overheid wil echter op termijn van deze belangen in de financiële sector af maar als toezichthouder zal ze echter blijven aandringen op een grote buffer van risicodragend kapitaal om te voorkomen dat de overheid als 'lender of last resort' opdraait voor de neerwaartse risico's. Pensioenfondsen zijn een logische kandidaat om deze belangen over te nemen. Dit voorkomt een planeconomie waarbij de overheid vergaande invloed krijgt op de allocatie van risicodragend kapitaal (omdat de waarde van de putoptie te groot wordt).

Ook niet-financiële bedrijven zullen trachten hun schulden te verminderen en meer risicodragend kapitaal aan te trekken. Verder zullen overheden de fiscale prikkels verminderen die het aantrekken van eigen vermogen discrimineren ten opzichte van het aantrekken van vreemd vermogen. Want het excessief lenen en aantrekken van vreemd vermogen (met te weinig risicodragend kapitaal waardoor risico's op het bordje van de overheid terecht komen) ligt aan de wortel van deze kredietcrisis. Dit alles zal de verwachte beloning voor het verschaffen van risicodragend kapitaal redelijk op peil kunnen houden. Pensioenfondsen

lijken er daarom goed aan te doen veel risicodragend kapitaal te blijven aanbieden.

### *3. Bevorderen duurzaamheid*

Innovatie vereist ondernemerschap en risicodragend kapitaal. De samenleving staat voor grote uitdagingen op het terrein van de energievoorziening, de mobiliteit, de vergrijzing en het klimaat. Juist voor het oplossen van deze lange-termijn vragen is lange-termijn risicodragend kapitaal nodig. Pensioenfondsen lijken naast de overheid de belangrijkste bron voor de financiering van deze innovaties.

### *4. Stabiliseren van kapitaalmarkten en bestedingen*

Juist pensioenfondsen kunnen financiële markten stabiliseren door risicodragend kapitaal beschikbaar te blijven stellen als anderen zich terugtrekken. Pensioenfondsen profiteren zo van liquiditeitspremies en risicopremies en kunnen het anticyclisch verloop van risicopremies benutten.

Een tweede manier waarop pensioenfondsen als automatische stabilisator kunnen optreden is door kasstromen in een recessie en bij neergaande koersen op peil te houden. Dit door premies dan laag te houden en uitkeringen dan te beschermen.

## APPENDIX B:

### Specificatie van het model uit paragraaf 3.2

De numerieke resultaten uit paragraaf 3.2 zijn verkregen en kunnen worden gerepliceerd met behulp van de Tilburg Finance Tool (TFT) die beschikbaar is op de web-site van de auteur: <http://center.uvt.nl/staff/werker/>.

Het onderliggend continue tijd model dat is gebruikt in de simulatie is

$$r_t = 0.015 + x_{1t}; \quad dx_{1t} = -0.25 x_{1t} + 0.01 dW_{1t}$$

$$\pi_t = 0.03 + x_{2t}; \quad dx_{2t} = -0.12 x_{2t} + 0.009 dW_{2t}$$

$$d\Pi_t = \pi_t \Pi_t dt + 0.008 \Pi_t dW_{3t}$$

$$dS_t = (r_t + 0.05) S_t dt + 0.20 S_t dW_{4t}$$

waarin

$r_t$  de instantane reële rente

$\pi_t$  de instantane verwachte inflatie

$\Pi_t$  de prijsindex

$S_t$  de index van aandelenkoersen

en de  $W_{it}$ 's vier Brownse bewegingen weergeven. De correlatie tussen  $W_{1t}$  en  $W_{2t}$  bedraagt 0.2, de overige Brownse bewegingen zijn onafhankelijk van elkaar. Dit model is consistent met een eerste orde vector-autoregressief proces voor de vier toestandsvariabelen waaruit 10,000 willekeurige trekkingen zijn gedaan. Als startwaarde voor de reële rente en verwachte inflatie is 0.5% en 1.0% gebruikt. Verondersteld is dat alle

activa en passiva geprijsd worden door de (nominale) kernel  $M_t$  waarvoor geldt

$$dM_t = -R_t M_t dt - M_t \Lambda' dW_t$$

waarin  $R_t$  de nominale instantane rente,  $W_t$  de vector van Brownse bewegingen en  $\Lambda$  een vector van risicopremies. De prijzen van de risico's voor de schokken in  $W_{1t}$  en  $W_{2t}$  zijn gelijk aan  $-5\%$ . Onverwacht inflatie risico is niet geprijsd. Deze risicoprijzen leiden tot een nominale en reële termspread (de 10-jaars rente min de korte rente) van  $1.66\%$  en  $0.72\%$  respectievelijk. Bovenstaand model leidt tot affiene modellen voor zowel de nominale als de reële termijnstructuur die o.a. gebruikt zijn bij het waarderen van de pensioenverplichtingen. De door bovenstaande parameters bepaalde verdelingsveronderstellingen voor variabelen als de aandelenrendementen, de inflatie, de korte en lange rente kunnen met behulp van TFT eenvoudig in kaart worden gebracht.

Zoals vermeld in de hoofdtekst in uitgegaan van een voorbeeldpensioenfonds met een initiële nominale dekkingsgraad van  $90\%$ . Het fonds indexeert volgens een standaard staffel contract met als grenzen  $110\%$  en  $140\%$ . De premie is nominaal kostendekkend. De verwachte inflatie ligt rond  $2\%$ . De leeftijdsopbouw van het fonds is volledig uniform. Er wordt  $50\%$  belegd in aandelen en  $50\%$  in obligaties met een looptijd van 5 jaar.

Meer informatie over de modelspecificatie is op verzoek beschikbaar bij de auteurs.

## REFERENTIES

- Ambachtsheer, K. (2008), "Looking across the abyss: a pensions action agenda for 2009 and beyond" *The Ambachtsheer Lettr*, 274/275.
- Benartzi S., en R. H. Thaler (2004), "Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Savings", *Journal of Political Economy*, Vol. 112.1, Part 2, pp. 164-187.
- Boender G., S. van Hoogdaem, en M. Vos (2009), 'Lessen uit de financiële crisis voor de pensioensector,' NEA Paper Netspar
- Bovenberg, A.L. (2008), "In crisistijd goed hervormen," *Het Financiële Dagblad*, 2/12/2008.
- Bovenberg, A.L., T.E. Nijman, R. Koijen en C.N. Teulings (2007), "Saving and investment over the life cycle: the role of individual or collective pensions," *Netspar Panel Paper* No. 1
- Driessen, C. en P. Gortzak (2008), "De houdbaarheid van ons pensioenstelsel nader beschouwt: een reactie," *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, december.
- Jansweijer, R.(2003) "Van opbouwjaren naar participaties: naar een nieuw pensioensysteem" *Pensioenmagazine*, oktober, , blz 6-13.
- Klopper, F. (2009), 'Nieuwe financiële orde,' *Pensioen, Bestuur en Management*, Jrg. 6, No. 1, blz 6-7.
- Knot, K. (2008), 'Het FTK is toekomstbestendig,' *Investments and Pensioens Nederland (IPN)*, blz 21-22
- Koijen, R., Th.E. Nijman en B. Werker (2006), "Optimal portfolio choice with annuitization," *Netspar discussion paper*.
- McCarthy en A. Neuberger (2005), "Pricing pension insurance: The proposed levy structure for the pension protection fund," *Fiscal Studies*, Jrg. 26, blz 471-489
- Munsters, E., R. Molenaar en E. Ponds (2008), "Differentiatie naar jong en oud in collectieve pensioenen: een verkenning", *NEA paper* No. 7, Netspar
- Nijman, Th. E., en A. Oerlemans (2008), "Maatwerk in Nederlandse pensioencontracten", *NEA paper* No. 8, Netspar.

- Sinn, H.W. (2008), "Risk taking, limited liability, and the banking crisis. Selected reprints." *Cesifo*, Munchen.
- Tamerus, J. (2009), "Dilemma's voor beleggingsbeleid," *Pensioen Bestuur & Management*, Jrg. 6, No. 1, blz 27-30.
- Tamerus, J. (2008) "Gaan we in het pensioencontract differentiëren?", *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, Nr 4, blz 100-106.
- Verbon, H. (2008) "Nationaliseer de pensioenfondsen", *Trouw*, december 2008

# OVERZICHT UITGAVEN IN DE NEA PAPER SERIE

- 1 Een 10 voor governance (2007)  
Lans Bovenberg en René Maatman
- 2 Blinde vlekken van de denkers en doeners in de pensioensector (2007)  
Kees Koedijk, Alfred Slager en Harry van Dalen
- 3 Efficiëntie en continuïteit in pensioenen: het FTK nader bezien (2007)  
Casper van Ewijk en Coen Teulings
- 4 Jongeren met pensioen: Intergenerati-  
onele solidariteit anno 21e eeuw (2007)  
Mei Li Vos en Martin Pikaart
- 5 Marktwerking in de pensioensector?  
(2007)  
Jan Boone en Eric van Damme
- 6 Modernisering van het uitvoeringsmo-  
del voor pensioenregelingen en  
marktwerking (2007)  
Arnoud Boot
- 7 Differentiatie naar jong en oud in col-  
lectieve pensioenen: een verkenning  
(2008)  
Roderick Molenaar en Eduard Ponds
- 8 Maatwerk in Nederlandse pensioen-  
producten (2008)  
Theo Nijman en Alwin Oerlemans
- 9 Je huis of je leven? Eigen betalingen  
voor woon- en welzijnsvoorzieningen  
voor ouderen en optimalisatie van de  
pensioenportfolio (2008)  
Lou Spoor
- 10 Individuele pensioenoplossingen:  
doel, vormgeving en een illustratie  
(2008)  
Zvi Bodie, Henriëtte Prast en Jan  
Snippe
- 11 Hoe kunnen we onze risico's efficient  
delen? Principes voor optimale sociale  
zekerheid en pensioenvoorziening  
(2008)  
Coen Teulings
- 12 Fiduciair management: panacee voor  
pensioenfondsen? (2008)  
Jan Bertus Molenkamp
- 13 Naar een solide en solidair stelsel  
(2008)  
Peter Gortzak
- 14 Het Nederlandse pensioenstelsel:  
weerbaar en wendbaar (2008)  
Gerard Verheij
- 15 Het managen van lange- en korte ter-  
mijn risico's (2009)  
Guus Boender, Sacha van Hoogdalem,  
Jitske van Londen
- 16 Naar een reëel kader voor pensioen-  
fondsen (2009)  
Casper van Ewijk, Pascal Janssen, Niels  
Kortleve, Ed Westerhout), met mede-  
werking van Arie ten Cate
- 17 Kredietcrisis en Pensioenen: Modellen  
(2009)  
Guus Boender
- 18 Kredietcrisis en pensioenen: structu-  
rele lessen en kortetermijnbeleid  
(2009)  
Lans Bovenberg en Theo Nijman



# KREDIETCRISIS EN PENSIOENEN: STRUCTURELE LESSEN EN KORTETERMIJNBELEID

Veel Nederlandse pensioenfondsen kampen op dit moment met lage dekkingsgraden. Theo Nijman en Lans Bovenberg (beiden hoogleraar Universiteit van Tilburg en wetenschappelijk directeur van Netspar) analyseren in dit paper hoe de fondsen op deze onderdekking kunnen reageren zonder hun langetermijnperspectief te schaden. De structurele lessen van de kredietcrisis over risicomanagement vormen het kader voor hun analyse. Zij pleiten voor het gebruik van een drietal instrumenten om de huidige onderdekking bij veel fondsen op te lossen. Daarbij is een belangrijk uitgangspunt dat schokken gelijk verdeeld worden over de vier verschillende begunstigden van de pensioenfondsen: toekomstige, jongere en oudere werknemers en gepensioneerden.



Netspar

UNIVERSITEIT



VAN TILBURG