



Ilja Boelaars, Lans Bovenberg, Jurre de Haan, Sacha van Hoogdalem, Theo Kocken,

Marcel Lever, Roel Mehlkopf, Theo Nijman, Eduard Ponds

De toegevoegde waarde van risicodeling met toekomstige generaties

Bij de optimale vormgeving van pensioencontracten is een belangrijke vraag in hoeverre het collectief delen van risico's tussen generaties toegevoegde waarde heeft boven het werken met "individuele" pensioencontracten waarin geen financiële risico's worden gedeeld met toekomstige generaties. Een gerelateerde vraag is in hoeverre het werken met pensioencontracten conform het FTK die gebaseerd zijn op een collectieve nominale dekkingsgraad ook kan leiden tot ongewenste effecten omdat het beleggingsbeleid niet op de karakteristieken van het individu kan worden ingesteld. De auteurs van deze notitie hebben aan de hand van nieuwe berekeningen deze vragen opnieuw onder de loep genomen. Deze notitie beschrijft hun gezamenlijke kwalitatieve conclusies en verwoordt het gegroeide onderlinge begrip en inzicht tussen de verschillende auteurs. De achterliggende berekeningen zullen afzonderlijk gepubliceerd worden op de website van Netspar (www.netspar.nl).

In deze notitie spreken we van collectieve pensioenproducten als sprake is van een collectief vermogen met verdeelregels voor toeslagen en kortingen (veelal op basis van een collectieve dekkingsgraad). Van 'individuele pensioenproducten' is sprake als het vermogen geheel is toegerekend aan deelnemers. We zien daarbij af van het bestaande wettelijke kader en nemen aan dat ook in de uitkeringsfase van individuele pensioenproducten sprake kan zijn van financiële risico's.

Vooraf benadrukken we dat alleen de welvaartseffecten van intergenerationele deling van financiële risico's als element van de afweging tussen collectieve en 'individuele' pensioenproducten zijn geanalyseerd. We abstraheren van uitvoeringskosten, gedragseffecten en wettelijke beperkingen.

Een belangrijk begrip in deze notitie is "pensioenopbouw conform een gesloten spreidingsmechanisme". Hiervan is sprake¹ als er geen pensioenopbouw is ("gesloten fonds") dan wel wanneer de premie-inleg voor nieuwe opbouw precies samenvalt met de economische waarde van die opbouw ("geen economische herstellpremies²"). Dit betekent dus bijvoorbeeld dat de opbouw die gefinancierd wordt met een zelfde premie hoger is naarmate de dekkingsgraad van een fonds lager is omdat ceteris paribus minder toeslagen en meer afslagen te verwachten zijn. Er is dan dus geen sprake van risicodeling met toekomstige generaties.

¹ Als aan deze voorwaarden niet is voldaan spreken we van een "open spreidingsmechanisme".

² De hoogte van de opbouw of de premie hangt af van de te verwachten toeslagen en afslagen.

Onze conclusies (steeds gevolgd door een toelichting) zijn de volgende:

- 1. Een collectief contract kan in geval van pensioenopbouw conform een gesloten spreidingsmechanisme in principe geen welvaartswinst toevoegen door op financiële markten verhandelbare risico's beter te verdelen over generaties dan een contract met individuele pensioenrekeningen³.**

Deze conclusie volgt uit het feit dat het beleggingsbeleid in het individuele contract zo gekozen kan worden dat het de risicodeling van financiële risico's in het collectieve contract precies repliceert. Dit geldt zowel voor exposure naar zakelijke en vastrentende waarden als voor de exposure naar veranderingen in de rentetermijnstructuur (door het kiezen van de looptijden van de vastrentende portefeuille). Het kan wel niet realistisch zijn om de impliciete individuele mix die volgt uit het collectieve contract precies te implementeren in het individuele contract.

- 2. Een collectief contract waarin sprake is pensioenopbouw conform een open spreidingsmechanisme kan welvaartswinst toevoegen ten opzichte van individuele pensioencontracten door op financiële markten verhandelbare risico's deels toe te wijzen aan toekomstige generaties.**

Door toekomstige generaties te laten delen in meevallers of tegenvallers in behaalde rendementen door hen herstellpremies te laten betalen of juist premiekorting toe te kennen kan het risico draagvlak onder een pensioenfonds worden vergroot wat een welvaartswinst kan opleveren. In individuele contracten kan geen sprake zijn van dergelijke exposure voor toekomstige afnemers van het pensioenproduct.

- 3. De hoogte van deze welvaartswinst hangt sterk samen met de lengte van de periode waarover herstel van het fonds gerealiseerd moet zijn en de mate waarin risico wordt genomen. Meer welvaartswinst door intergenerationele risicodeling gaat gepaard met meer discontinuïteitsrisico's en politieke risico's.**

³ De hoogte van de inschatting van de welvaartswinst in de achterliggende berekeningen is gevoelig voor de precieze inrichting van het pensioencontract. Het genoemde resultaat geldt als het individuele contract perfect op het collectieve contract is afgestemd door uit te gaan van zogenaamde replicatie. Voor feitelijke contracten kan ook als sprake is van pensioenopbouw conform een gesloten spreidingsmechanisme toch sprake zijn van betere uitkomsten voor een collectief contract vergeleken met een individueel contract als het beleggingsbeleid of het spreidingsbeleid in dat individuele contract niet optimaal is afgestemd op de karakteristieken van het collectieve contract. Het replicerende individuele contract (waarvoor de uitkomsten precies samenvallen met die van het collectieve contract) kan leiden tot een complex beleggingsbeleid. De feitelijke welvaartsverschillen in uitkomsten van niet volledig afgestemde realistische pensioencontracten blijken evenwel beperkt te zijn.

Welvaartswinst ontstaat doordat ook de toekomstige opbouw deelt in de risico's, zoals de verschillende studies kwantitatief in kaart brengen⁴. Als slechts de nieuwe opbouw in een beperkt aantal jaren deelt in de risico's, beperkt dat de welvaartswinst die behaald kan worden. Het te lang maken van de herstelperiode of het te hoog maken van herstellpremies leidt anderzijds weer tot discontinuïteitsrisico's als het collectief uit elkaar valt of doordat nieuwe deelnemers afhaken.

4. Er is welvaartswinst te boeken ten opzichte van individuele pensioencontracten door het (intergenerationeel) verhandelen van niet op financiële markten verhandelbare risico's binnen een pensioenfonds (b.v. inflatierisico en langlevensrisico).

Hier is geen sprake van een replicerende strategie waarmee in individuele contracten dezelfde risico exposure kan worden bereikt en hierdoor kan intergenerationele risicodeling tot welvaartswinsten leiden. Het delen van niet verhandelde risico's heeft wel als nadeel dat de beprijzing ervan (die een rol speelt b.v. bij het bepalen van de kostendekkende premie) per definitie subjectief is en dat de te boeken welvaartswinst afhangt van de inschatting van die subjectieve parameters. Merk ook op dat inflatierisico in het huidige collectieve nominale contract nauwelijks verhandeld kan worden.

5. Een individueel pensioencontract kan beter maatwerk bieden in de toedeling van financiële risico's dan mogelijk is in collectieve contracten. Anders gezegd: onder de veronderstelling van pensioenopbouw conform een gesloten spreidingsmechanisme zijn de uitkomsten van het optimale individuele contract tenminste even goed als die van enig collectief contract waarin financiële risico's via een collectieve dekkingsgraad worden gedeeld.

In collectieve contracten waarin toeslag en kortingsmechanismen via de nominale collectieve dekkingsgraad verlopen is sprake van minder vrijheidsgraden dan in geval van individuele pensioencontracten. Zo zullen ook ouderen een relatief grote exposure naar renterisico hebben⁵ als het renterisico in het belang van de jongeren niet geheel is dichtgezet. De duration van de totale verplichtingen bepaalt immers (met het uitsmeermechanisme) het renterisico voor elke generatie. Dit kan leiden tot meer renterisico voor ouderen dan gewenst en dus op een grotere kans op kortingen dan gewenst voor deze groep. In individuele contracten kan de exposure worden afgestemd op de karakteristieken van de individuele deelnemer. Dit probleem van collectieve contracten staat overigens los van de toegevoegde waarde van risicodeling met toekomstige generaties, maar betreft de invulling van het collectieve contract via collectieve dekkingsgraden.

⁴ Binnen deze studies is hiervoor uitgegaan van een gestileerd kader met als doel enkel de toegevoegde waarde van deze risicodeling in kaart te brengen, los van andere (inter- of intragenerationele) effecten die kunnen optreden binnen een pensioenfonds. Zo is langlevensrisico buiten beschouwing gelaten, wordt uitgegaan van een gelijke bestandssamenstelling, is sprake van een rente- en leeftijdsafhankelijke pensioenopbouw, wordt afgezien van het bestaande wettelijke kader en wordt aangenomen dat ook in de uitkeringsfase van individuele pensioenproducten sprake kan zijn van financiële risico's. Op die manier is een zo gelijk mogelijk speelveld gecreëerd en zijn de verschillen in uitkomsten tussen collectieve en individuele pensioencontracten geheel terug te herleiden op de mogelijkheid tot het delen van risico's met toekomstige generaties: de intergenerationele risicodeling met toekomstige generaties.

⁵ Een analoog argument geldt voor het risico van stijgende levensverwachting van jongeren dat mede door ouderen wordt gedragen.