

Pensioeninnovatie in Nederland en de wereld: Nederland kampioen in pensioen?



Rede, uitgesproken door
Prof. dr. A.L. Bovenberg

Prof. dr. A. L. (Lans) Bovenberg is per 1 juni 2013 benoemd tot bijzonder hoogleraar Kapitaalgedekte pensioenvoorzieningen aan Tilburg University.

Aan deze universiteit is hij al sinds 1998 als hoogleraar economie verbonden. Daarvoor werkte Lans Bovenberg voor het Internationale Monetair Fonds, het Ministerie van Economische Zaken en het Centraal Planbureau. Hij won in 2003 de Spinozapremie – de meest prestigieuze Nederlandse wetenschapsprijs – voor zijn vernieuwende bijdragen op het terrein van milieu en economie. Met het daaraan verbonden prijzengeld richtte hij samen met Theo Nijman Netspar op -- een onderzoeksnetwerk op het gebied van pensioenen en vergrijzing.

Bovenberg publiceert vooral over openbare financiën, belastingen, pensioenen en vergrijzing, maar heeft ook op andere terreinen onderzoek verricht: milieuvraagstukken, macro-economische en monetaire vragen, institutionele en financiële economie, de arbeidsmarkt, arbeid en zorg, alsmede de gezondheidszorg, de sociale zekerheid en de voor- en nadelen van privatisering en marktwerking.

Hij is al zo'n twintig jaar de meest geciteerde Nederlandse beleidseconoom in de Nederlandse vakliteratuur.



PENSIOENINNOVATIE IN NEDERLAND EN DE WERELD: NEDERLAND KAMPIOEN IN PENSIOEN?

Rede

In verkorte vorm uitgesproken bij de openbare aanvaarding van het ambt van bijzonder hoogleraar Kapitaalgedekte pensioenvoorzieningen aan Tilburg University op vrijdag 14 november 2014 door Prof. dr. A.L. Bovenberg

Deze bijzondere leerstoel wordt mogelijk gemaakt door Stichting Instituut GAK



© Lans Bovenberg, 2014
ISBN: 978-94-6167-221-6

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of op enige andere manier.

www.tilburguniversity.edu/nl

Dames en heren,

Recent kwam in het nieuws dat Nederland opnieuw een plaatsje gezakt is op de Global Pensioen Index (Australian Centre for Financial Studies, 2014). Nederland stond tot voor kort op de eerste plaats en was daarmee pensioenkampioen. Maar Denemarken stootte ons vorig jaar van de troon en dit jaar passeerde ook Australië ons land. Moeten we ons zorgen maken? En hoe wordt Nederland weer pensioenkampioen? Daarover gaat deze oratie.

Eerst maken we in paragraaf 1 een reis rond de wereld om te leren van de ontwikkelingen in het buitenland. Vervolgens gaat paragraaf 2 in op de sterke en zwakke kanten van de Nederlandse pensioentraditie. Paragraaf 3 doet een aantal concrete voorstellen voor het heruitvinden van deze traditie: door pensioeninnovatie wordt Nederland weer kampioen in pensioen. Paragraaf 4 concludeert.

1. Internationale trends

De meest bekende indeling van pensioenstelsels is in drie pijlers (World Bank, 1994). De *eerste pijler* is de pensioenvoorziening die de overheid verzorgt. In Nederland is dit de AOW. De meeste overheden financieren de uitkeringen aan ouderen in deze eerste pijler op basis van omslag: kapitaalreserves worden niet of nauwelijks aangelegd. Er is sprake van intergenerationele solidariteit: jongeren betalen voor de uitkeringen aan ouderen.

Werkgevers zorgen voor het pensioen in de *tweede pijler* als onderdeel van de arbeidsvoorwaarden. Deze pensioenvoorzieningen worden meestal wel gedekt door kapitaalreserves. Elke generatie spaart voor zichzelf.

De *derde pijler*, tenslotte, zijn individuele pensioenvoorzieningen die individuen zelf kunnen treffen wanneer ze hun oudedagsinkomen uit de eerste en tweede pijlers niet voldoende vinden. De derde pijler is vooral van belang voor zelfstandigen.

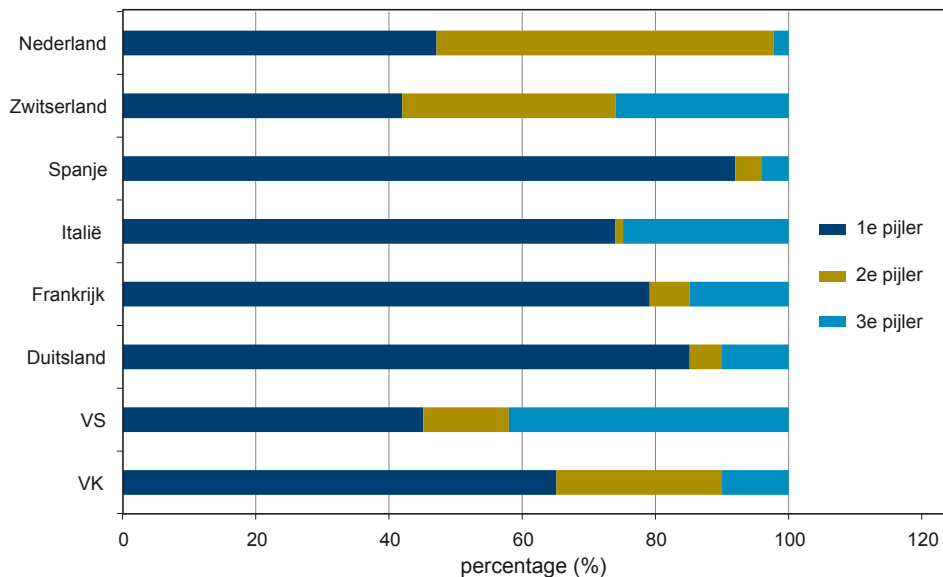
1.1 Eerste pijler

De eerste pijler zorgt in veel landen voor pensioenen van middenklasse

Als we kijken naar het aandeel van het huidige inkomen van ouderen dat uit de verschillende pijlers komt, dan valt Nederland op door het grote belang van de tweede pijler. Figuur 1.1 laat dit zien. Deze figuur toont ook dat in grote continentaal Europese landen zoals Duitsland, Frankrijk en Italië pensioen vooral een overheidsaangelegenheid

is. In deze landen zorgt de overheid niet alleen voor een basisvoorziening om armoede onder ouderen te voorkomen maar helpt zij ook de middenklasse om de levensstandaard na pensioen te handhaven door een opbouwgerelateerde pensioenvoorziening. Hogere inkomens die langer werken betalen meer premie en bouwen daarmee ook meer pensioenrechten op in de eerste pijler. In feite vervult in deze landen de overheid een deel van de functie die de sociale partners in ons land in de tweede pijler op zich hebben genomen. De Nederlandse aanvullende pensioenen kunnen daarom leren van pensioeninnovaties in buitenlandse eerste pijlers.

Figuur 1.1. Aandeel van pensioenpijlers in huidige inkomen van ouderen



Bron: Knoef e.a. (2013) en Börsch-Supan (2004)

Van premiestuur naar variabele uitkeringen

De vergrijzing van de bevolking is een uitdaging voor omslag gefinancierde stelsels. Om een stijgend aantal ouderen voor elke werkende op te kunnen vangen zijn er drie smaken: hogere premies, lagere uitkeringen of een hogere leeftijd waarop uitkeringen ingaan. In de jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw kozen de meeste overheden nog vooral voor hogere premies. Daardoor bereikten de premies echter zulke hoge niveaus dat verdere verhogingen van de premies steeds problematischer werden. In deze eeuw verhogen overheden vaak de ingangleeftijd van eerste-pijler uitkeringen. Verder koppelen ze uitkeringen niet meer volledig aan de kosten van levensonderhoud. Hierdoor daalt de koopkracht van pensioenen.

NDC als pensioeninnovatie...

Een belangrijke innovatie vond plaats in Zweden in de jaren negentig. Met breed maatschappelijk draagvlak introduceerde de Zweedse overheid in 1994 een zogenaamd NDC (*Non-financial Defined Contribution*) systeem in de eerste pijler. Deze hervorming heeft sindsdien in andere landen navolging gekregen (zie Holzmann en Palmer, 2006; Holzmann en Palmer, 2012). Het NDC-systeem kent een vast premiepercentage. Vandaar de naam beschikbare premieregeling (*defined contribution*). De risico's van een variabel rendement op omslagfinanciering in de vorm van een fluctuerende groei van de premiebasis liggen bij de deelnemers. Hetzelfde geldt voor het risico van veranderingen in de levensverwachting.

...met persoonlijke pensioenrekeningen

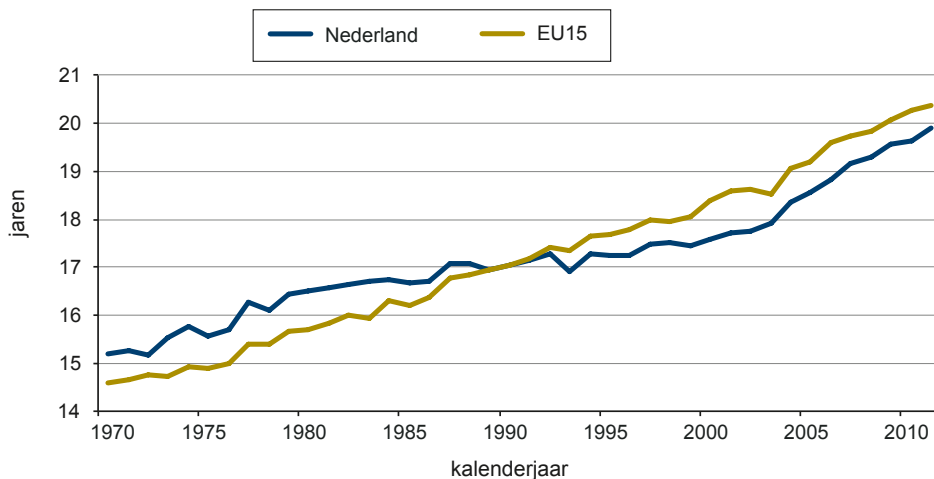
Een ander interessant aspect van de Zweedse hervormingen is dat elke burger een persoonlijke pensioenrekening heeft waarop premies worden gestort. Op deze manier wordt het verband tussen de ingelegde premie en de opgebouwde rechten transparant. Dit versterkt het vertrouwen. De overheid legt elk jaar verantwoording af over het bijgeschreven rendement dat in een omslagstelsel afhangt van de groei van de premiebasis. In plaats van verhandelbare financiële vermogenstitels zoals in de traditionele beschikbare premieregelingen (*financial defined contribution*, dwz FDC) bouwen Zweedse burgers niet-verhandelbare claims op de Zweedse overheid in hun pensioenrekening. Vandaar de naam *non-financial defined contribution*. Op pensioendatum wordt het gespaarde kapitaal omgezet in een levenslange uitkering op basis de verwachte levensduur. Hoe langer de verwachte duur van de uitkeringsperiode, hoe lager de uitkering *ceteris paribus* zal zijn.

1.2 Tweede pijler

Toegezegde uitkeringsregelingen steeds duurder...

In de tweede pijler verzekerden werkgevers veelvuldig het pensioen voor hun werknemers in zogenaamde toegezegde uitkeringsregelingen (*defined benefit*). Deze regelingen worden steeds duurder door drie ontwikkelingen. In de eerste plaats doet de stijgende levensverwachting de pensioenkosten stijgen (Figuur 1.2). In de tweede plaats speelt de dalende rente een rol (Figuur 1.3). Hierdoor moeten ondernemingen nu steeds meer geld opzij zetten om in de toekomst een bepaalde pensioenuitkering te garanderen. Rendementen financieren immers een steeds kleiner deel van de toekomstige uitkering.

Figuur 1.2. Resterende levensverwachting op 65-jarige leeftijd, Nederland versus de EU-15.



Bron: European Health for All database (HFA-DB). Kopenhagen, WHO Regional Office for Europe, 2014 (<http://www.euro.who.int/hfadb>)

Figuur 1.3. Rente op 10-jaars Amerikaanse staatsobligaties

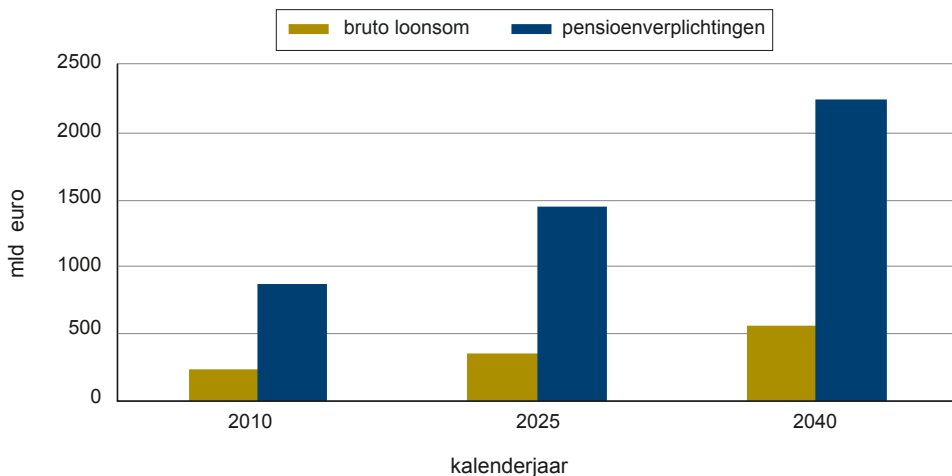


Bron: Online data Robert J. Schiller on interest rates. See <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

...mede door botte premiestuur en grotere discontinuïteitsrisico

Last but not least is daar als gevolg van de vergrijzing en het volwassen worden van pensioenregelingen de steeds schevere verhouding tussen de pensioenverplichtingen enerzijds en de kernactiviteiten van ondernemingen anderzijds (Figuur 1.4). Dit maakt het moeilijker voor ondernemingen om de fluctuaties in de vermogens op te vangen via bijstortingen. De risico's die verbonden zijn aan de pensioenvermogens gaan dan de risico's van de kernactiviteiten domineren. Op deze manier dreigen ondernemingen met uitkeringsregelingen veredelde verzekeraars te worden. Daarbij komt dat nieuwe boekhoudregels ondernemingen dwingen volledige openheid van zaken te geven over de risico's van toegezegde uitkeringsregelingen in de vorm van bijstortverplichtingen. Een andere factor is dat de gemiddelde levensduur van bedrijven afneemt door een steeds dynamischer en meer concurrerende economie. De daardoor toenemende discontinuïteitsrisico's maken bedrijven minder geloofwaardig als partijen die pensioenverplichtingen langjarig garanderen. Het uitbesteden van risico's aan verzekeraars wordt ook steeds kostbaarder, mede omdat verzekeraars te maken krijgen met steeds strengere solvabiliteitseisen.

Figuur 1.4. Pensioenverplichtingen ten opzichte van bruto loonsom



Bron: Van Ewijk, Lever, Bonenkamp en Mehlkopf (2014)

Bedrijven trekken zich terug als risicodrager...

Door deze ontwikkelingen trekken bedrijven zich steeds meer terug als risicodragers. Toegezegde uitkeringsregelingen worden omgezet in beschikbare premieregelingen. Nadat de premie is betaald hebben werkgevers geen verplichtingen meer. Individuele eigendomsrechten worden niet langer gedefinieerd in termen van gegarandeerde

levenslange uitkeringen vanaf een bepaalde pensioenleeftijd maar als kapitaal op een individuele beleggingsrekening. Individuele deelnemers dragen de beleggingsrisico's en kunnen meestal zelf een eigen beleggingsportefeuille samenstellen. Veel werkgevers hebben de omzetting van uitkeringsregelingen in premiereregelingen aangegrepen om de ingelegde premie te verlagen.

...met individueel langlevenrisico bij individuen

In de meeste landen hoeft het in de premiereregeling opgebouwde kapitaal op pensioendatum niet omgezet te worden in een levenslange uitkering; veel deelnemers dragen hun eigen individuele langlevenrisico waarbij het resterende kapitaal bij overlijden toevalt aan de erfgenamen. In sommige landen, zoals Australië, beschermen inkomensafhankelijke overheidsvoorzieningen individuen tegen het individuele langlevenrisico. Mensen kunnen een beroep doen op deze publieke voorzieningen als hun individuele pensioenpot is uitgeput. Jongere gepensioneerden financieren hun levensonderhoud voor een aanzienlijk deel uit privaat vermogen maar de oudste gepensioneerden vertrouwen meer op publieke voorzieningen.

Blijvende rol van werkgevers

Hoewel werkgevers zich terugtrekken als risicodragers blijven ze in sommige landen werknemers wel degelijk helpen bij het regelen van hun pensioen. Pensioen is immers een complex lange-termijn financieel product dat veel deelnemers niet of nauwelijks begrijpen omdat ze grotendeels financieel analfabeet zijn. De moeilijke *governance* en agency-problemen die voortvloeien uit dit individueel falen, genereren een potentiële rol voor de werkgever als vertrouwenspersoon voor werknemers. Het gaat dan bijvoorbeeld om het collectief aanbesteden van vermogensbeheer en andere financiële diensten, het organiseren van een goede keuzearchitectuur met verstandige standaarden (*defaults*) en het matchen van individuele inleg.

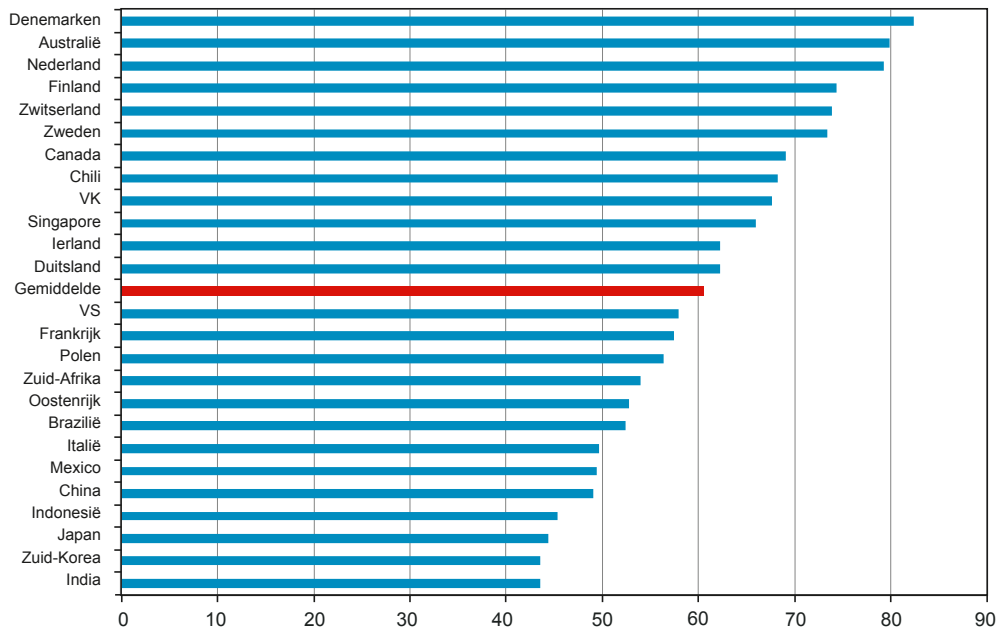
2. Nederlandse aanvullende pensioenen

2.1 De kracht van de tweede pijler

Aanvullende pensioenen uniek in benutten financiële markten voor levenslange uitkeringen... Het Nederlandse pensioenstelsel staat internationaal hoog aangeschreven (zie bijvoorbeeld Australian Centre for Financial Studies, 2014 en Figuur 2.1). Waarom is dit pensioenstelsel zo bewierookt in het buitenland? Ons land is er in geslaagd om financiële markten in te scha-

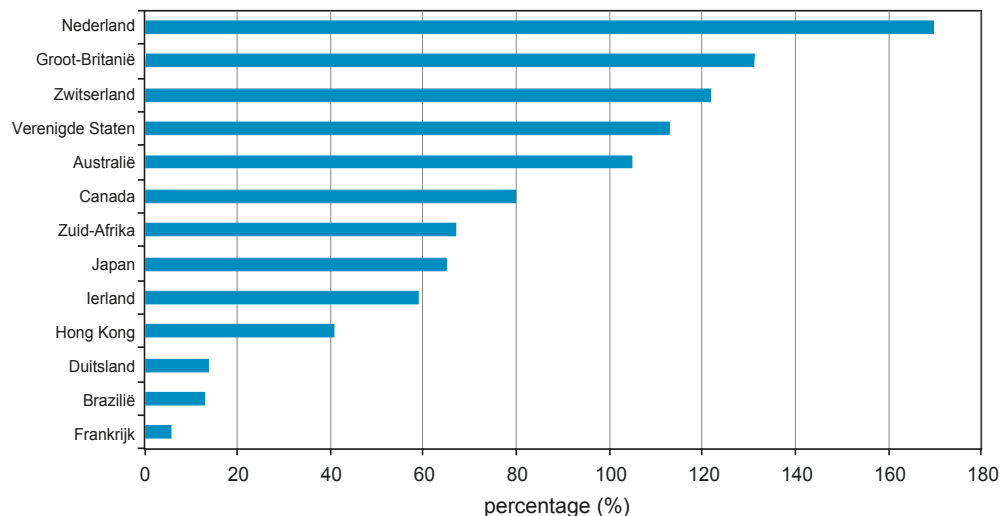
kelen voor het sociale doel van levenslange oudedagsuitkeringen voor de middenklasse. In de meeste andere landen worden zulke levenslange uitkeringen meestal alleen in grote hoeveelheden aangeboden via publieke omslagregelingen. Nederland is samen met landen zoals Chili, Denemarken en Zwitserland uniek in de wereld doordat ook de private sector in belangrijke mate zorgt voor levenslange oudedagsvoorzieningen gebaseerd op vermogensvorming (kapitaaldekking) en het delen van langlevensrisico (risicodeling). Nederland is dus een land van kapitaalgedekte pensioenvoorzieningen (waarbij pensioenen worden gedefinieerd als levenslange uitkeringen). Het heeft een groot pensioenvermogen opgebouwd (zie Figuur 2.2).

Figuur 2.1 Melbourne Mercer Global Index 2014



Bron: Australian Centre for Financial Studies, 2014

Figuur 2.2: Pensioenvermogen als percentage van BNP in verschillende landen in 2013



Bron: Towers Watson (2014)

..dankzij sociale partners..

Het complexe beleggings- en verzekeringsproduct van het aanvullende pensioen is in Nederland tot ontwikkeling gekomen dankzij de sociale partners en de door hen opgezette pensioenfondsen. Sociale partners spelen een driedelige rol. In de eerste plaats verzorgen zij de *inlegfunctie* (of spaarfunctie) door een deel van de loonruimte te reserveren voor de oudedagsvoorziening. Pensioen is een onderdeel van het arbeidscontract en daarmee een arbeidsvoorwaarde. Hierdoor neemt een groot deel van de Nederlandse beroepsbevolking deel aan de aanvullende pensioenen. Door een deel van de loonruimte verplicht opzij te zetten voor pensioen beschermen sociale partners werknemers tegen hun eigen myopische gedrag en genieten Nederlanders van een goed pensioen.

Een tweede rol voor sociale partners is de *distributiefunctie*. Zij selecteren een pensioen-uitvoerder en besparen daarmee distributiekosten. In de derde plaats vormen zij solidariteitskringen voor het delen van individueel langlevensrisico en eventuele andere idiosyncratische risico's (zoals kortlevensrisico (nabestaandenverzekeringen) en arbeidsongeschiktheidsrisico)). Het organiseren van deze solidariteit in verplichte solidariteitskringen voegt waarde toe omdat de individuele verzekeringsmarkt worstelt met informatieproblemen. Deze *risicodelingsfunctie* zorgt er voor dat deelnemers geen externe verzekeraars hoeven te betalen voor het organiseren van deze verzekerings-solidariteit. Het voorkomt ook ongewenste solidariteit tussen ongerelateerde, heterogene groepen.

De overheid ondersteunt de sociale partners bij het vervullen van deze drie rollen met de zogenaamde grote verplichtstelling. Hierbij worden werkgevers verplicht hun werknemers aan te sluiten bij een bedrijfstakpensioenfonds.

...en pensioenfondsen

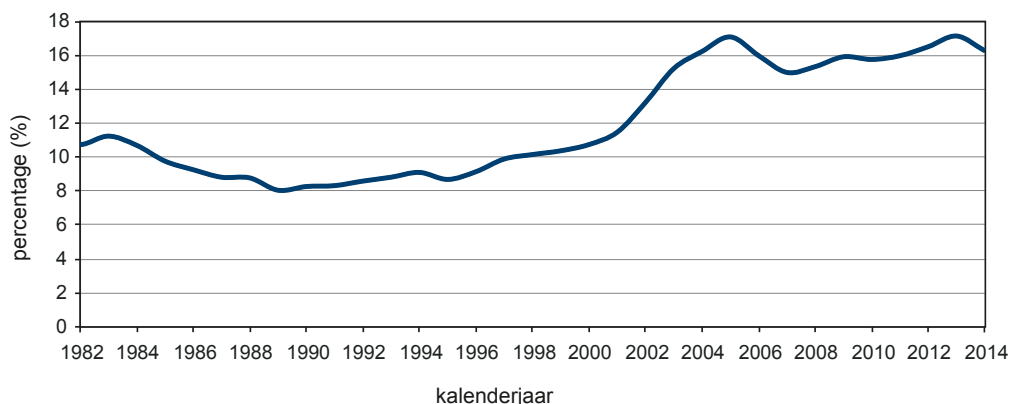
Pensioenfondsen spelen ook drie rollen. In de eerste plaats vervullen zij de *beleggingsfunctie* en *uitkeringsfunctie* (of *ontspaarfunctie*) voor grotendeels financieel analfabete deelnemers. In de tweede plaats verrichten zij een *collectieve inkoopfunctie* van allerlei diensten zoals pensioenadministratie, risicobeheer (bijvoorbeeld ALM), vermogensbeheer en verzekeringen. Deelnemers profiteren zo van schaalvoordelen en gunstige collectieve tarieven. Professionele aansturing van financiële dienstverleners door het pensioenfonds bestrijdt *agency*-problemen die spelen als financiële analfabeten producten moeten inkopen die ze niet of nauwelijks begrijpen. In de derde plaats verzorgen pensioenfondsen een *risicodelingsfunctie* door verzekeringen zelf uit te voeren in plaats van aan te besteden bij een externe verzekeraar. Het pensioenfonds wordt dan een onderlinge verzekeraar waarvan de deelnemers 'eigenaar' zijn; deelnemers stellen in feite risicodragend vermogen ter beschikking aan de onderlinge verzekeraar. Eventueel kunnen ook systematische risico's (bijvoorbeeld inflatierisico, systematisch langlevensrisico of beleggingsrisico's) binnen het pensioenfonds worden verhandeld tussen de deelnemers.

2.2 Trends

Ook Nederlandse tweede pijler vormt zich om tot premieregeling

In de tweede pijler in Nederland zien we soortgelijke ontwikkelingen als in arbeidsgerelateerde pensioenen in andere landen (zie paragraaf 1.2). In het licht van de hoge pensioenpremies (Figuur 2.3) spraken de sociale partners in de pensioenakkoorden van 2010 en 2011 af om de premies voor het aanvullende pensioen niet verder automatisch te laten stijgen. Door de pensioenrisico's expliciet bij de deelnemers neer te leggen erkenden zij de realiteit dat het instrument van de premie niet meer effectief is bij het opvangen van schokken, nu de pensioenvermogens sterk gegroeid zijn ten opzichte van de premiebasis (zie ook Commissie beleggingsbeleid en risicobeheer, 2010 en Commissie toekomstbestendigheid aanvullende pensioenregelingen, 2010). Feitelijk is het stelsel van toegezegde uitkeringen (*defined benefit*) geleidelijk getransformeerd in een premieregeling (*defined contribution*).

Figuur 2.3 Aanvullende pensioenpremies in Nederland (als percentage loon)



Bron: CPB

Besturen van fondsen zaakwaarnemers van deelnemers in plaats van sociale partners

De pensioenfondsen moeten zich heruitvinden nu de sociale partners zich als vertegenwoordigers van de premiebetalers hebben teruggetrokken als risicodragers van de pensioenfondsen. Zonder de sociale partners als externe verzekeraars staan de pensioenfondsen nu op eigen benen (*stand alone*). De gezamenlijke deelnemers zijn de eigenaars van de risico's die fondsen nemen. Pensioenfondsbesturen zijn niet langer de zaakwaarnemers van de sociale partners maar van de deelnemers. Dat vraagt om meer directe betrokkenheid van deelnemers bij de fondsen, onder andere door een intensieve, transparante communicatie van fondsen met deelnemers.

Maatwerk en flexibiliteit gevraagd in risicobeheer

Ook het karakter van het risicomangement van fondsen verandert nu de deelnemers de risicodragers zijn. Dit vraagt ook om risicobeheer in het belang van de deelnemers waarbij risico's worden afgestemd op de capaciteit van verschillende deelnemers om deze risico's te dragen. Maatwerk in en aanpasbaarheid van riskmanagement gericht op de heterogene karakteristieken van de deelnemers winnen dus aan belang. Fondsen moeten hun deelnemers en vooral de risicohouding van deelnemers beter leren kennen.

Voorkom interne conflicten in onderlinge verzekeraars

Nu deelnemers in plaats van sociale partners eigenaar zijn geworden van de risico's van pensioenfondsen als onderlinge verzekeraars, dreigen interne conflicten binnen de fondsen over de verdeling van de collectieve vermogens. Zo verzetten jongere deelnemers zich vaak tegen indexatie van pensioenrechten. Zij vrezen namelijk dat er minder geld voor hun

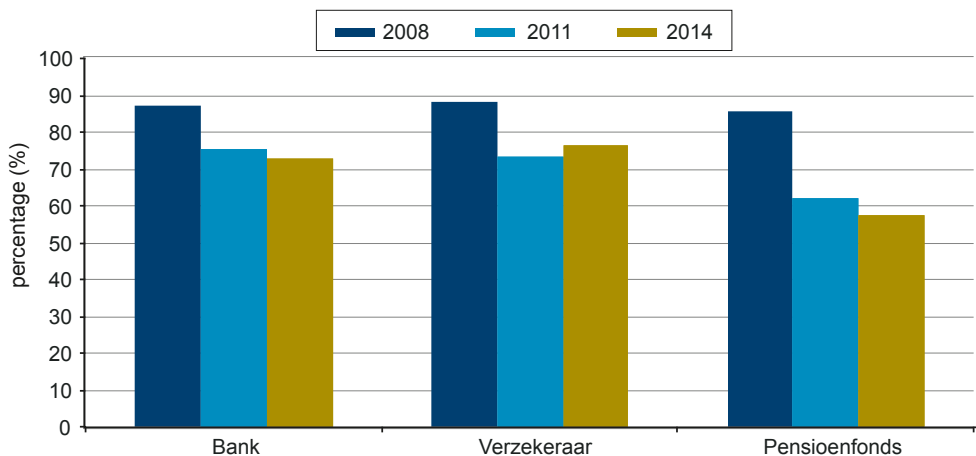
pensioen overblijft als fondsen een groter deel van de collectieve vermogens uitbetalen aan de huidige gepensioneerden. Het onschadelijk maken van deze potentiële belangenconflicten is een belangrijke taak voor het bestuur van een pensioenfonds geworden.

2.3 Verbeterpunten

Financiële crisis legt zwakke plekken Nederlandse stelsel bloot

Het vertrouwen in pensioenfondsen is sinds het begin van de financiële crisis in 2008 sterk gedaald (Figuur 2.4). Dat geeft aan dat pensioenfondsen er nog niet goed in geslaagd zijn zichzelf her uit te vinden nu de sociale partners zich hebben teruggetrokken als risicodragers. De financiële crisis heeft een tweetal zwakke plekken van de uitkeringsregelingen in de Nederlandse aanvullende pensioenen blootgelegd.

Figuur 2.4 Vertrouwen in eigen bank, verzekeraar en pensioenfondsen



Bron: DNB, DNBulletin, 14 augustus 2014

Onhelder eigendom.....

In de eerste plaats zijn daar onheldere eigendomsrechten met complexiteit en intergenerationele conflicten als gevolg. Toen de sociale partners nog een levenslange uitkering garandeerden, hadden pensioenaanspraken in termen van een levenslange uitkeringsstroom een heldere betekenis voor de deelnemer. Maar door het terugtrekken van de premiebetalers als risicodragers is er feitelijk sprake van een toegezegde premieregeling in plaats van een toegezegde uitkering. Het uitkeringsrecht heeft daardoor zijn betekenis verloren. Het is 'zacht' geworden.

...en inconsistent FTK...

In dit verband is het nieuwe financiële toezichtskader (FTK) voor uitkeringsregelingen inconsistent omdat het op twee gedachten leunt. Aan de ene kant is het FTK nog steeds gebaseerd op een verouderd verzekeringsmodel uit de tijd dat de sociale partners als externe verzekeraars optraden. Zo suggereren de solvabiliteitseisen en de waardering van de aanspraken met de nominale risicovrije rente een grote mate van zekerheid. Aan de andere kant is er feitelijk sprake van een collectief beleggingsfonds met verdeelregels gebaseerd op een arbitraire rekenrente, mede omdat fondsen risicovol mogen blijven beleggen ook al beschikken ze niet meer over buffers of het premie-instrument om risico's op te vangen. De onhelderheid over de aard van de toezeggingen resulteert in intergenerationele conflicten over de verdeelregels van het collectieve vermogen. Op Europees niveau leidt het tot een discussie of het publieke toezicht op pensioenfondsen moet worden geënt op het toezicht voor verzekeraars of op dat voor beleggingsfondsen.

...resulteren in complexiteit en intergenerationele conflicten

Nu risico's bij deelnemers liggen zijn uitkeringsregelingen uitermate complex en intransparant geworden, gebaseerd op een gedetailleerd telefoonboek van regelgeving over verdeelregels dat niemand meer begrijpt. Zo is de relatie tussen de ingelegde premies en de uiteindelijke pensioenuitkering volstrekt onhelder voor de deelnemer. Omdat de werkelijke waarde van de opgebouwde uitkeringsrechten van deelnemers onduidelijk is, blijft herverdeling van waarde als gevolg van beleid van de overheid (bijvoorbeeld andere hersteltermijnen, premieberekeningen of parameters voor verwachte rendementen) of het pensioenfonds (indexatie, beleggingen of premies) verborgen. Fondsen leggen geen verantwoording af aan individuele deelnemers, noch over herverdeling noch over het voorgenomen en gerealiseerde risicoprofiel. Complexiteit en intransparantie resulteren in intergenerationele conflicten, politiseren het beleid van pensioenfondsen en eroderen het vertrouwen.

Gebrek aan maatwerk en flexibiliteit...

Het tweede, gerelateerde zwakke punt van uitkeringsregelingen is het gebrek aan maatwerk en flexibiliteit om het beleggings- en uitkeringsbeleid goed af te kunnen stemmen op de leeftijd (en eventueel andere karakteristieken) van de deelnemers en de macro-economische omstandigheden. Gedetailleerde overheidsregulering gericht op het bezweren van intergenerationele conflicten over de verdeling van de collectieve vermogens beperkt de speelruimte voor fondsen om het risico- en uitkeringsprofiel optimaal in te richten voor de deelnemers. Zo schrijft het FTK de verdeelregels in uitkeringsregelingen (inclusief de rentegevoeligheid daarvan) dwingend voor. Het resultaat is een suboptimaal pensioen dat de macro-economische stabiliteit van de Nederlandse economie schaadt.

...resulteert in beleggingspagaten...

Het gevolg van één collectieve nominale dekkingsgraad als verdeelmechanisme is een spagaat tussen enerzijds de wens om beleggings- en renterisico's voor gepensioneerden te beperken en anderzijds de behoefte aan voldoende verwacht rendement om indexatie-potentieel te behouden ten behoeve van de pensioenopbouw van werkenden. Als fondsen het nominale renterisico van werkenden bijvoorbeeld niet afdekken om deze groep beter in te dekken tegen inflatie-risico,¹ plukken gepensioneerden daarvan de wrange vruchten als de nominale rente daalt. Zo ontstaan er intergenerationele conflicten over niet alleen het verdelen maar ook het beleggen van de financiële vermogens. De weeffout van een rentegevoelig en procyclisch pensioenstelsel heeft bijgedragen aan de uitval van de binnenlandse vraag in de afgelopen jaren omdat gepensioneerden opdraaiden voor de stijgende waarde van verplichtingen aan werkenden (zie ook SER, 2013).

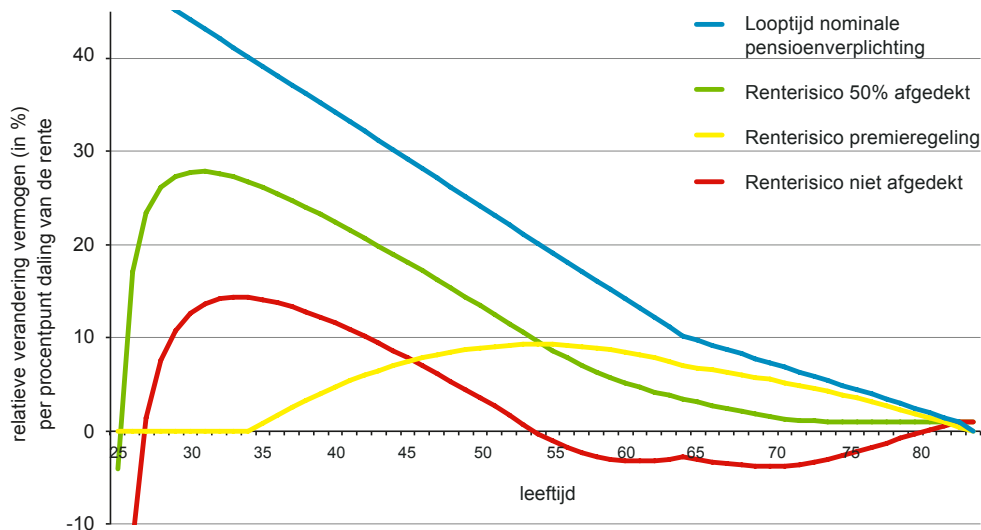
...bijvoorbeeld bij afdekken renterisico

Figuur 2.5 geeft aan hoe de rentegevoeligheid van de uitkeringen aan ouderen afhangt van het al of niet afdekken van het renterisico van het fonds als geheel. Nederlandse pensioenfondsen dekken gemiddeld ongeveer de helft van hun renterisico af. In dat geval (de groene lijn in Figuur 2.5) blijkt dat gepensioneerden veel renterisico dragen. Vergelijk de groene lijn (die de feitelijke gevoeligheid van de eigendoms waarde weergeeft als het fonds de helft van het renterisico afdekt) in Figuur 2.5 met de blauwe lijn (die de gevoeligheid van de eigendoms waarde weergeeft als al het renterisico wordt afgedekt) en de gele lijn (die de rentegevoeligheid weergeeft in een beschikbare premieregeling waarin de looptijd van de obligatie portefeuille gelijk is aan het gemiddelde aantal jaren tot de pensioenuitkering (met een maximum van 30 jaar)).

Met de nominale dekkingsgraad als enige instrument om het renterisico van het fonds als geheel te verdelen over jonge en oude deelnemers is het niet goed mogelijk om het renterisico voor ouderen af te dekken en dat voor jongeren open te laten staan. Met andere woorden: de uitkeringsregelingen kunnen geen maatwerk leveren in het levensloop profiel van renterisico.

¹ Het afdekken van het renterisico voor jongeren is ook problematisch omdat het aanbod van instrumenten voor het afdekken van het renterisico van jongeren beperkt is. De prikkel die uitgaat van de nominale dekkingsgraad als verdeelmechanisme om zeer langlopende rente derivaten aan te schaffen zet daarom een kunstmatige neerwaartse druk op lange rentes. Dit kan leiden tot zeepbellen. Verder kunnen de tegenpartij-risico's die met derivatenconstructies gepaard gaan zorgen voor financiële instabiliteit. De wens om uitkeringen over een lange tijds horizon te garanderen kunnen zo paradoxaal genoeg leiden tot meer in plaats van minder onzekerheid. Voor een analyse van de effecten van toezichtregels op de rente en de perverse macro-economische effecten hiervan, zie Caballero en E. Fahri (2014). Het inzicht dat het aanbod van langlopende renteproducten beperkt is heeft de Nederlandse overheid er overigens toe gebracht om de disconteringsvoet voor langetermijnverplichtingen niet geheel te baseren op markrentes maar ook op de *ultimate forward* methodiek.

Figuur 2.5 Impliciete rentegevoeligheid pensioenvermogen



Bron: Boelaars, Cox, Lever en Mehlkopf, 2014

Twee zwakke punten hangen samen

Deze twee zwakke punten van uitkeringsregelingen – een intransparant product met onhelder eigendom enerzijds en gebrek aan maatwerk en discretionaire flexibiliteit anderzijds – zijn gerelateerd. Meer speelruimte voor pensioenfondsbesturen vraagt om heldere eigendomswaarden in de vorm van eigendomsrechten met een transparante waardering. Dit om negatieve gevolgen van discretionaire besluitvorming voor individuele deelnemers te voorkomen.

3. Pensioeninnovatie

Kansen voor pensioeninnovatie

De zwakke punten van het Nederlandse stelsel zijn evenzovele kansen voor pensioeninnovatie. Deze paragraaf behandelt drie mogelijke pensioeninnovaties. Het gaat eerst in op het waarom, hoe en wat van persoonlijke pensioenrekeningen met risicodeling. Vervolgens bespreekt het pensioenplatformen en de introductie van NDC in Nederland.

3.1 Waarom?

Koester collectieve traditie....

De complexe collectieve instituties die zich in ons land hebben ontwikkeld om individueel falen (mensen weten niet wat het beste voor hen is of ontberen de wilskracht om optimaal gedrag te implementeren) en het falen van financiële en verzekeringsmarkten te ondervangen moeten we koesteren. We moeten het kind van de collectiviteit en verzekerings-solidariteit niet met het badwater weggooien.

...met sociale partners

Sociale partners kunnen een belangrijke rol blijven spelen bij de inlegfunctie, de distributiefunctie en het organiseren van verplichte solidariteitskringen. Dit om myopische deelnemers tegen zichzelf te beschermen, inkoopkracht te organiseren en het falen van de individuele verzekeringsmarkt bij het organiseren van levenslange uitkeringen te ondervangen.

...en pensioenfondsen als vertrouwenspersonen

Pensioenfondsen kunnen zich verder ontwikkelen tot vertrouwenspersonen die deelnemers met beperkte financiële kennis 'ontzorgen' bij het maken van financiële keuzen (beleggen en uitkeren) en het navigeren van financiële markten (inkopen en het delen van risico's). Dit door het ontwikkelen van een goede keuzearchitectuur, collectieve inkoop en afspraken over onderlinge risicodeling.

Maar traditie heruitvinden nu risico's bij deelnemers liggen ten behoeve van...

Duurzaamheid van de Nederlandse traditie vereist ook op tijd de bakens verzetten. Stabiliteit kan niet zonder vernieuwing door in te spelen op nieuwe ontwikkelingen, zoals het terugtrekken van sociale partners als externe risicodrager. We moeten onze traditie in een nieuwe tijd opnieuw invullen. De belangrijkste prioriteit bij het heruitvinden van deze rijke traditie is het benutten van de drie belangrijkste voordelen van premieregelingen nu de beleggingsrisico's bij de deelnemers liggen.

...eenvoud en uitlegbaarheid...

In de eerste plaats een transparant en uitlegbaar product met een heldere band tussen de ingelegde premie en de opgebouwde rechten waarover eenvoudig verantwoording kan worden afgelegd door de pensioenuitvoerder. Dit biedt ook meer mogelijkheden om de

in te leggen premie te variëren met gerealiseerde risico's.²

...voorkomen generatieconflicten...

In de *tweede* plaats een eenduidige waardering van de eigendomsrechten. Dit door financiële eigendomsrechten te definiëren in termen van financiële vermogenstitels in plaats van complexe en moeilijk te waarderen variabele uitkeringsrechten die afhangen van rigide en ondoorzichtige complexe verdeelregels van een collectief vermogen. Het verhelderen van eigendom doet conflicten over de verdeling van het collectieve vermogen verdwijnen: hoge hekken, betere burens.

...en maatwerk en flexibiliteit in risicoprofielen

In de *derde* plaats meer discretionaire flexibiliteit om op maat te beleggen en risico's te delen voor deelnemers met verschillende risicohoudingen. Voor deelnemers zijn geïndividualiseerde profielen van financiële risico's mogelijk zonder dat dit andere deelnemers raakt. Zo kan er voor jongere deelnemers risicovoller worden belegd om zo een risicopremie te kunnen incasseren, terwijl er voor ouderen conservatiever wordt belegd. Verder kunnen fondsen voor jongere werknemers minder renterisico afdekken zonder dat oudere deelnemers daar last van hebben. Op deze manier zijn meer reële pensioenen met minder inflatierisico en meer indexatie potentieel mogelijk zonder dat dit leidt tot intergenerationele conflicten over subjectieve parameters. Het in het pensioenakkoord van 2010 door de sociale partners geambieerde reële contract kan op deze manier worden gerealiseerd.

Meer flexibiliteit nodig in uitkeringsfase premiereregelingen

Nederlandse regelgeving voor de tweede pijler dwingt deelnemers in premiereregelingen op pensioendatum een nominaal gegarandeerd levenslang inkomen in te kopen. De overheid vereist zo een extreme keuze in de afruil tussen kosten, ambitie en risico als ze rond pensioendatum het meeste vermogen hebben. Enerzijds mogen deelnemers blootstaan aan geen enkel beleggingsrisico en systematisch langlevensrisico. Anderzijds worden ze juist gedwongen veel inflatierisico te nemen vanwege het nominale karakter van de uitkering. Nu steeds meer ondernemingen overschakelen op premiereregelingen dreigen veel werknemers een suboptimaal pensioen te krijgen.

² De mogelijkheid om de premie aan te passen aan schokken levert in gestileerde modellen een aanzienlijke welvaartswinst op van zo'n 6% in termen van zekerheid equivalente consumptie (Bovenberg, Kojien, Nijman en Teulings, 2007). Ter vergelijking: Van Ewijk, Lever, Bonenkamp en Mehlkopf (2014) schatten de welvaartswinst van intergenerationele risicodeling in de huidige uitkeringsregelingen in op maximaal 1% in termen van zekerheid equivalente consumptie.

Velen pleiten (waaronder Bakels et al., 2014; Lane, Clark en Peacock, 2014) terecht voor het mogelijk maken³ van risicodragende levenslange uitkeringen in de uitkeringsfase van premieregelingen in de tweede pijler. Levenslange uitkeringen door het delen van idiosyncratisch langlevensrisico moet mogelijk worden zonder dat men tegelijkertijd macro-risico's zoals systematisch langlevensrisico hoeft af te dekken. Externe risicodragers voor deze systematisch risico's worden immers steeds duurder, mede door strenge solvabiliteitseisen.

3.2 Hoe?

Ontvlechten...

Innovatie betekent het maken van nieuwe combinaties. In het geval van pensioeninnovatie gaat het om nieuwe combinaties van collectieve en individuele elementen. Daartoe ontvlechten en waarderen we de drie belangrijkste functies van pensioenen en verknopen deze functies niet langer in een collectieve dekkingsgraad⁴ in uitkeringsregelingen en in nominale annuïteiten in de uitkeringsfase van premieregelingen. De drie kernfuncties zijn de beleggingsfunctie, de verzekeringsfunctie en de risicodelingsfunctie. Vervolgens zetten we deze functies weer op een nieuwe manier in elkaar. We individualiseren wat individueel kan, namelijk de beleggingsfunctie. Tegelijkertijd houden we collectief wat collectief georganiseerd moet worden, namelijk de verzekeringsfunctie en de risicodelingsfunctie.

...van individuele beleggingsfunctie...

Bij de *beleggingsfunctie* gaat het om het kiezen van de blootstelling aan financiële risico's, dat wil zeggen systematische risicofactoren die op financiële markten verhandeld worden. Dan gaat het bijvoorbeeld om aandelenrisico's en nominaal renterisico. Binnen aandelenrisico's kunnen we weer verdere onderverdelingen maken in regio's en sectoren en bij renterisico kunnen we verschillende valutagebieden onderscheiden. Men kan de financiële risico's waaraan men bloot wil staan instellen door een bepaalde individuele beleggingsportefeuille te kiezen.

...en collectieve verzekeringsfunctie...

Pensioenen hebben naast een beleggingsfunctie ook een *verzekeringsfunctie*. Door langlevensrisico te delen binnen een solidariteitskring kunnen levenslange uitkeringen

³ In de derde pijler zijn rendementsafhankelijke annuïteiten al wettelijk toegestaan, maar afhankelijkheid van de ontwikkeling van de levensverwachting is uitgesloten. In de tweede pijler dient kapitaal uit premieovereenkomsten geconverteerd te worden in een nominaal gegarandeerde uitkering tot overlijden.

⁴ De dekkingsgraad is een concept dat goed paste bij regelingen waarin de sociale partners als risicodragers optreden. Het gaf aan wanneer sociale partners bij moesten storten. Nu de deelnemers eigenaar geworden zijn van de pensioenrisico's zijn nieuwe concepten nodig.

goedkoop worden aangeboden. Kortlevenden dragen hun gespaarde kapitaal niet over aan hun erfgenamen maar aan de langlevenden binnen de solidariteitskring. Op deze manier profiteren degenen die lang leven van zogenaamde sterftewinst en hoeven individuen zelf niet zo veel te sparen om zich te beschermen tegen het risico dat ze erg oud worden – het zogenaamde individuele langlevensrisico.

...en risicodelingsfunctie

Ook is er een nog een *risicodelingsfunctie*. Het gaat hier om solidariteitsafspraken over het verdelen van systematische risico's die (nog) niet op financiële markten worden verhandeld, zoals systematisch langlevensrisico of (loon)inflatierisico. Ook kan het gaan om solidariteitsafspraken met de sociale partners als vertegenwoordiger van toekomstige generaties die nu nog niet kunnen handelen op financiële markten.

3.3 Wat? Persoonlijke pensioenrekening met risicodeling

Delen van individueel langlevensrisico verzoenen met beleggingsrisico...

Deze paragraaf bereikt de innovatie van een persoonlijke pensioenrekening waarin eigendom niet alleen in de opbouwfase maar ook in de uitkeringsfase gedefinieerd is in termen van een individueel beleggingsdepot met aanvullende afspraken over risicodeling.⁵ Zo'n Persoonlijke PensioenRekening (PPR) maakt het mogelijk in de uitkeringsfase te blijven beleggen in risicovolle activa en tegelijkertijd individueel langlevensrisico te delen. Pensioendeelnemers kunnen profiteren van niet alleen sterftewinst maar ook risicopremies op financiële markten, ook als ze rond pensioendatum het meeste vermogen hebben.

....is een belangrijke mondiale pensioeninnovatie

Levenslange uitkeringen blijven mogelijk, ook nu sociale partners, externe verzekeraars en overheden zich terugtrekken als risicodragers van systematische risico's. Daarmee is deze PPR een belangrijke wereldwijde pensioeninnovatie voor de uitkeringsfase van premieregelingen.⁶ In feite is een PPR het sluitstuk van kapitaalgedekte pensioenregelingen waarmee deze

⁵ Zie ook Bovenberg en Nijman (2014). Voor het concept van de persoonlijke pensioenrekening, zie Boelaars e. a. (2014).

⁶ Het 2013 rapport over de Melbourne Mercer Global Pension Index schrijft in hoofdstuk 4 (Australian Centre for Financial Studies (2013): "The global pension world is changing dramatically in many countries as we move from a DB pension system to one where DC plans are increasing. However this trend has three major shortcomings. First, all the risks associated with private pension plans are borne by individuals. Second, there is an inevitable focus on wealth accumulation (as the member's account balance increases) rather than on the provision of retirement income. Third, the design of the best portfolio of retirement income products for DC retirees remains elusive. There needs to be fundamental change. We must focus on the provision of retirement income – after all, that is the purpose of pensions. (...) There is an urgent need to find a better balance between the individual orientation of a DC plan and a collective (or pooled) approach where there is some sharing of risks within and between generations."

private regelingen een alternatief zijn voor publieke annuïteiten en hun sociale rol van de verzekering van oudedagsrisico's kunnen blijven vervullen door collectieve risicodeling.⁷ Kapitaalgedekte pensioenvoorzieningen blijven houdbaar in een wereld zonder externe risicodragers.

Overeenkomsten en verschillen met variabele annuïteiten

Een PPR lijkt op variabele annuïteiten in die zin dat individueel langlevensrisico wordt verzekerd terwijl ook beleggingsrisico wordt gelopen. Een PPR kent echter belangrijke voordelen ten opzichte van variabele annuïteiten in termen van flexibiliteit, eenvoud en heldere eigendomswaarden. Een PPR biedt meer mogelijkheden voor maatwerk en flexibiliteit zonder dat dit leidt tot complexe, intransparante producten en intergenerationele conflicten over verdeling van collectieve vermogens. Door het pacificeren van interne conflicten voorkomt een PPR dat solidariteitskringen voor het delen van langlevensrisico's uit elkaar vallen. Op deze manier beschermt een PPR de Nederlandse pensioentraditie van kapitaalgedekte pensioenvoorzieningen. Box 1 bespreekt de verschillen tussen een PPR en variabele annuïteiten in meer detail.

Persoonlijke rekening als individueel beleggingsdepot

Figuur 3.1 geeft een grafische weergave van de werking van een PPR. In een PPR is net als in een premiereregeling sprake van een individueel beleggingsdepot. Dit depot is het eigendom van de individuele deelnemer en daarmee afgeschermd van de beleggingsrisico's (en de daaruit eventueel resulterende onderdekking) die het pensioenfonds neemt ten behoeve van andere deelnemers. Het gaat om een *persoonlijke* pensioenrekening.

In de opbouwfase wordt de PPR aangevuld met inleg. In de uitkeringsfase daarentegen zijn er onttrekkingen (in feite negatieve inleg). Daarnaast worden er in elke periode drie soorten rendementen bijgeschreven (zie Figuur 3.1): financiële rendementen, biometrische rendementen en het resultaat van onderlinge solidariteitsafspraken binnen de solidariteitskring. Deze drie rendementen corresponderen met de beleggingsfunctie, de verzekerings-

⁷ Een mogelijk alternatief voor de PPR is om het delen van individueel langlevensrisico te vervlechten met het verzekeren van systematisch langlevensrisico en het niet langer nemen van beleggingsrisico door het aankopen van gegarandeerde nominale annuïteiten. De beperkte verzekeringscapaciteit voor systematisch langlevensrisico impliceert dan dat individueel langlevensrisico alleen op hoge leeftijden (bijvoorbeeld 85+) wordt gedeeld. Deze oplossing kan worden geïmplementeerd door in het begin van de pensioenperiode een uitgestelde nominale annuïteit te kopen voor de eventualiteit dat men op 85-jarige leeftijd nog in leven is. De rest van het kapitaal wordt belegd en zorgt voor inkomen tot de 85ste verjaardag. Dit kapitaal valt bij overlijden voor de 85-jarige leeftijd toe aan de erfgenamen. Een ander, gerelateerd alternatief is dat een publiek omslagstelsel het risico afdekt dat mensen ouder worden dan verwacht bij pensionering. Dit kan worden geïmplementeerd door een publieke inkomensvoorziening voor ouderen boven een bepaalde leeftijd met weinig inkomen en vermogen. Beide alternatieven geven de Nederlandse verzekeringstraditie voor private pensioenen grotendeels op.

functie en de risicodelingsfunctie van pensioenen. Box 2 beschrijft de werking van de PPR in meer detail. Eerst komen de invulling van de inleg- en uitkeringsfuncties aan de orde en de manier waarop de inleg en uitkering bepaald worden. Vervolgens bespreekt Box 2 de invulling van de beleggingsfunctie, verzekeringsfunctie en risicodelingsfunctie en hoe de daarbij horende financiële rendementen, biometrische rendementen en het resultaat van interne solidariteitsafspraken worden bepaald.

Box 1. Variabele annuïteiten vergeleken met PPR

Wat zijn variabele annuïteiten?

Variabele annuïteiten definiëren individuele eigendomsrechten als uitkeringsrechten (annuïteitspunten) die variëren met de omvang van een gezamenlijk financieel vermogen van een bepaalde solidariteitskring. De uitkeringsrechten (d.w.z. annuïteitspunten) worden aangepast als de waarde van de gezamenlijke annuïteitspunten ('de verplichtingen') binnen de solidariteitskring niet meer overeenkomt met de waarde van de gezamenlijke beleggingen. Om de waarde van de annuïteitspunten in de verdeelregel te berekenen is een waarderingsystematiek nodig van individuele uitkeringsrechten. We noemen dit de 'veronderstelde' of 'fictieve' waardering. Deze waardering bepaalt mede hoe het collectieve vermogen over de tijd wordt uitgedeeld omdat de rechten worden gekort of opgehoogd afhankelijk van de met deze waarderingsystematiek bepaalde dekkinggraad. Nederlandse uitkeringsovereenkomsten zijn geheel gebaseerd op (uitgestelde) variabele annuïteiten: de conversie in een annuïteit vindt al plaats bij premie-inleg.

Wanneer zijn variabele annuïteiten een speciale vorm van een PPR?

Een variabele annuïteit is een speciale vorm van een PPR als de variabele annuïteit aan drie voorwaarden voldoet.

In de eerste plaats moeten de verdeelregels die de uitkeringen van de variabele annuïteit bepalen van te voren vaststaan. Na aankoop van de variabele annuïteit kunnen deze verdeelregels dus niet worden gewijzigd. Het gaat om een compleet verzekeringscontract.

In de tweede plaats moet het collectieve beleggingsdepot waarop de variabele annuïteit is gebaseerd afgescheiden zijn van de rest van de balans van de verzekeraar of andere financiële instelling die de regeling uitvoert.

In de derde plaats moeten de inkooptarieven van de variabele annuïteiten gebaseerd zijn op de marktwaarde van de uitkeringen. De marktwaarde betreft de feitelijke marktwaarde van alle rechten die verbonden zijn aan pensioenrechten (zie Boender e.a., 2013), inclusief de voorwaardelijke rechten op toe- en afslagen. De voorwaarde dat de inkooptarieven sporen met de marktwaarde zorgen er voor dat andere deelnemers geen negatieve externe effecten ondervinden van de inkoop van nieuwe annuïteitspunten.

Voorwaarden voor samenvallen 'veronderstelde' en economische waardering

De marktwaarde van de individuele rechten hoeft niet overeen te komen met de 'veronderstelde' waardering van individuele rechten in de verdeelregel. Onder de volgende noodzakelijke voorwaarden valt de 'veronderstelde' waardering samen met de marktwaarde van individuele pensioenaanspraken:⁸

⁸ Als de waarderings niet samenvallen dan hangt de economische waardering van huidige individuele rechten af van de toekomstige instroom; de waarde van de rechten die vandaag worden ingekocht is hoger als er in de toekomst meer instroom is om schokken over uit te smeren. De afhankelijkheid van toekomstige instroom maakt de waardering van rechten gevoelig voor toekomstprojecties over deze onzekere instroom. Bovendien stelt het deelnemers bloot aan discontinuïteitsrisico.

- (i) symmetrische verdeelregels;
- (ii) een gesloten systeem bij het uitsmeren van schokken waarin de waarde van onverwerkte schokken wordt meegenomen in de inkooprij van annuïteiten;
- (iii) geen wijzigingen in de verdeelregels nadat de annuïteiten zijn ingekocht.

Bovendien moet naast deze drie noodzakelijke voorwaarden één van de volgende drie condities gelden:

- (i) schokken worden niet uitgesmeerd;
- (ii) de ‘veronderstelde’ waardering is gebaseerd op de nominale risicovrije rente;
- (iii) de ‘veronderstelde’ waardering is gebaseerd op de zogenaamde BNW discontocurve met een horizon-afhankelijke risicopremie die afhangt van de uitsmeetermijn van schokken.⁹

Variabele annuïteiten kunnen uitsmeren, reële ambitie en marktwaardering niet verzoenen

Alle drie de bijzondere gevallen waarin de veronderstelde waardering spoort met de economische waardering kennen nadelen.

Zonder uitsmeren resulteren volatiele uitkeringen waarbij uitkering regelmatig worden gekort—niet alleen in reële maar ook in nominale termen.¹⁰

Het hanteren van een nominale risicovrije rente als rekenrente in de verdeelregel beperkt de uitkeringsfunctie: de verwachte stijging van de uitkering hoeft niet te sporen met de pensioenambitie als er sprake is van een reële of rentegevoelige pensioenambitie of een verwacht financieel rendement dat niet meebeweegt met de risicovrije rente. Er is geen sprake van optimale risicodeling. De beperking van de uitkeringsfunctie resulteert bovendien in een zeer rentegevoelige, suboptimale matching portefeuille.

De BNW discontocurve kent het gevaar dat de disconteringsmethodiek na de aankoop van de variabele annuïteiten wordt veranderd zonder dat de uitkeringsrechten worden aangepast. Het gevolg is dat marktwaarde verschuift tussen deelnemers.

PPR verzoent uitsmeren, reële ambitie en marktwaardering wel...

De PPR kent dit risico niet omdat eigendomsrechten gedefinieerd zijn in termen van kapitaal in plaats van annuïteitspunten. Dit vermijdt complexe vraagstukken bij het waarderen van financiële risico's in variabele annuïteiten. Daardoor ontstaan meer vrijheidsgraden voor collectiviteiten om de uitkeringsfunctie (inclusief uitsmeren en al dan niet reële of nominale pensioenambitie) en de daarmee samenhangende rentegevoeligheid van de matching portefeuille zelf in te richten zonder dat dit resulteert in complexe en moeilijk te waarderen producten en de daaruit resulterende belangenconflicten. Zo kunnen beleggingsschokken indien gewenst worden uitgesmeerd en kan maatwerk worden geleverd bij het afdekken van renterisico, mede afhankelijk van meer reële of juist nominale pensioenambities. De PPR verzoent (i) eenvoudige marktconforme waardering; (ii) uitsmeren van schokken; en (iii) reële pensioenambities met beperkte nominale rentegevoeligheid.

verschafft meer discretionaire flexibiliteit...

Het vermijden van complexe waarderingsvraagstukken biedt ook meer discretionaire beleidsvrijheid om de uitkeringsfunctie, verzekeringsfunctie en beleggingsfunctie aan te passen aan onvoorziene omstandigheden nadat een verzekeringscontract is aangegaan. De rentegevoeligheid van het projectierendement kan bijvoorbeeld worden gewijzigd als macro-economische omstandigheden om een ander rente-afdeckingsbeleid vragen.

⁹ Bij het uitsmeren van schokken compenseert de horizonafhankelijke risicopremie uitkeringen die later plaatsvinden voor het overnemen van risico van eerdere uitbetalingen. Zie Bovenberg, Nijman en Werker (2012).

¹⁰ Een recent onderzoeksrapport over variabele annuïteiten in opdracht van het ministerie van SZW (Lane, Clark and Peacock Netherlands, 2014) bespreekt het concept van een PPR niet en onderscheidt alleen variabele annuïteiten waarin schokken niet worden uitgesmeerd.

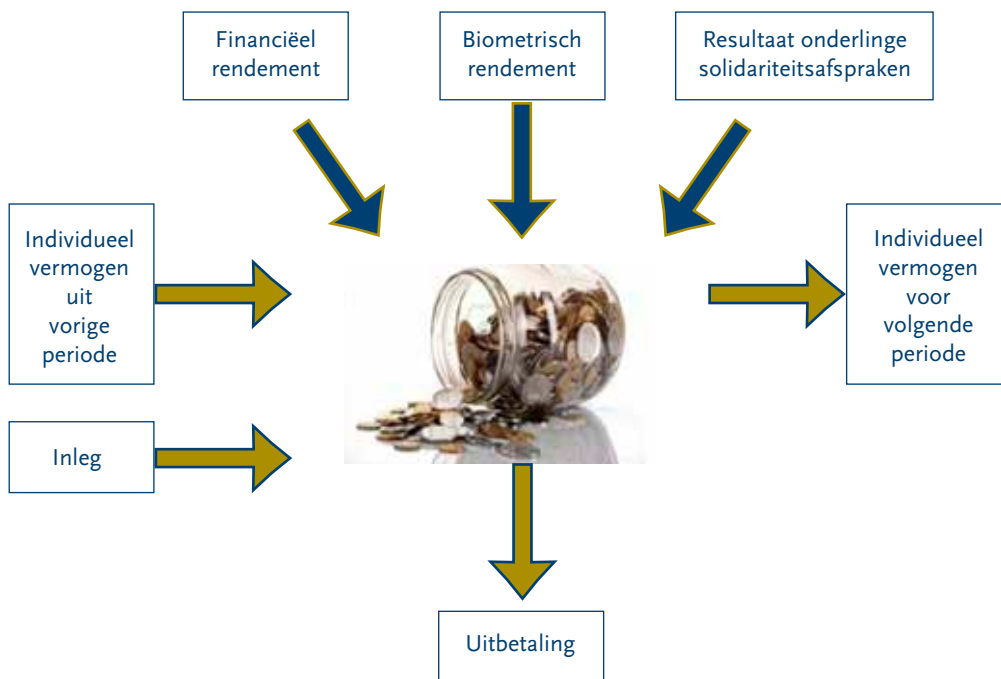
...biedt meer speelruimte voor maatwerk risicodeling en transparantie

Persoonlijke pensioenrekeningen zijn ook aantrekkelijk voor pensioenfondsen die collectieve risicodeling implementeren. Door te werken met persoonlijke pensioenrekeningen waarin de verschillende functies kunnen worden ontvocht is meer beleidsvrijheid mogelijk over welke risico's verhandeld worden binnen het collectief en op welke wijze. Zo hoeven gepensioneerden niet meer het risico te dragen dat de overlevingskansen voor werkenden naar boven worden bijgesteld. Ook ontstaat meer transparantie over de prijzen waaronder het delen van risico's plaatsvindt. Intergenerationele risicodeling waarbij de opbouw in de PPR niet precies samenvalt met de premie-inleg blijft mogelijk en wordt transparant.

...en beperkt tegenpartijrisico door heldere eigendomsrechten

Een PPR verschilt van een variabele annuïteit omdat het financiële eigendomsrecht een claim betreft op een beleggingsdepot dat geen onderdeel uitmaakt van de balans van de verzekeraar. Eigenaars van een PPR staan dus minder bloot aan het default risk van verzekeraars dan bij variabele annuïteiten. Het vermogen van de deelnemer wordt niet overgedragen aan de verzekeraar maar blijft eigendom van de deelnemer. Dit komt het vertrouwen van de deelnemer ten goede. Bovendien lopen verzekeraars minder balansrisico's met de daarbij horende solvabiliteitsvereisten.

Figuur 3.1 Persoonlijke pensioenrekening met risicodeling



Box 2. Werking van een PPR

Inlegfunctie

Inlegfunctie met transparante relatie tussen premie en opbouw...

Sociale partners beslissen in de CAO-onderhandelingen over het deel van de loonruimte dat ze willen bestemmen voor pensioen. De voor het individu verplichte pensioenpremies beschermen werknemers tegen hun eigen myopische gedrag. De per individu in te leggen premies corresponderen met de nieuwe inleg van kapitaal in de persoonlijke pensioenrekening. Deelnemers zien hun eigen premie-inleg dus direct terug in hun eigen pensioenrekening. Het gaat om een *persoonlijke* pensioenrekening. Dit transparante, eenvoudige systeem dient het vertrouwen en het gevoel van eigenaarschap van deelnemers. Het maakt een einde aan de ondoorzichtige en complexe relatie tussen premies en pensioenopbouw in de huidige uitkeringsregelingen.

...met meer mogelijkheden individuele premiestuur

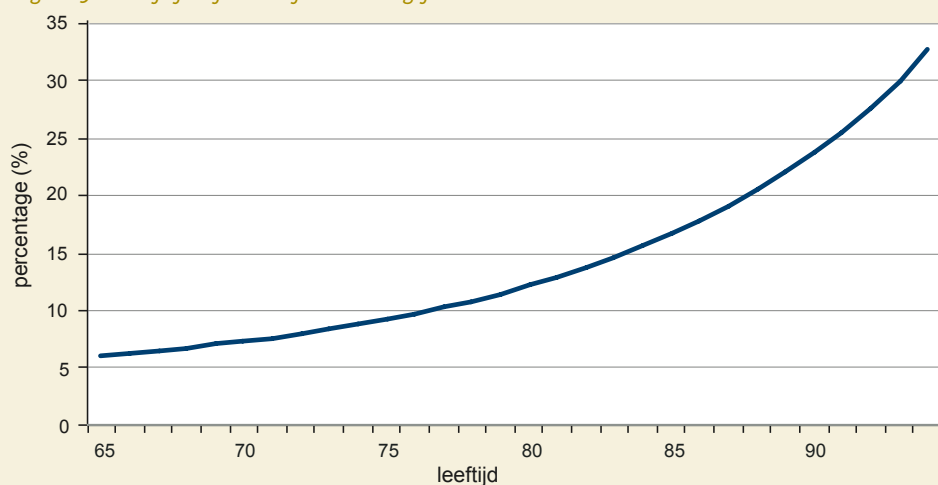
Door een premie te hanteren die onafhankelijk is van macro-economische omstandigheden wordt de procyclische rentegevoeligheid van de pensioenpremie voorkomen. Periodiek kan worden getoetst of voldoende pensioen is opgebouwd. De directe relatie tussen inleg en kapitaal maakt het voor deelnemers aantrekkelijker vrijwillig extra premies in te leggen binnen of buiten de fiscale ruimte en zo eventuele tegenvallers bij te sturen. Moeilijke waarderingsvraagstukken over de waarde van individuele pensioenrechten behoren tot het verleden. Daarmee wordt het beter mogelijk premies of opbouw eventueel te bestemmen voor andere doelen, zoals het aflossen van een hypotheek.

Uitkeringsfunctie

Toekomstbestendig levenslange uitkering..

Het individuele beleggingsdepot op de persoonlijke pensioenrekening is geoormerkt voor een levenslange uitkering en daarom niet direct opeisbaar. Het betreft een persoonlijke *pensioenrekening*. Tijdens de uitkeringsfase wordt de uitkeringsfunctie ingevuld op basis van het concept van een toekomstbestendige uitkering. Toekomstbestendigheid houdt in dat de verwachte uitkeringen zich zullen ontwikkelen conform de geambieerde stijging van de uitkeringen (bijvoorbeeld de prijs- of loonstijgingen) als de financiële en biometrische rendementen zich gedragen conform de verwachtingen. Figuur 3.2 laat de leeftijdsafhankelijke uitkeringsfractie zien in het geval van een nominaal gegarandeerde levenslange uitkering bij een nominale rente van 3 % op basis van de gemiddelde sterfteprognoses voor 2015.

Figuur 3.2. Leeftijdsafhankelijke uitkeringsfractie



Bron: eigen berekeningen

...op basis van projectierendement dat geen middelen herverdeelt tussen deelnemers...

Een belangrijke determinant van de uitkeringsfractie is het saldo van de financiële rendementsverwachtingen en de indexatieambitie. Dit saldo noemen we het projectierendement. Dit projectierendement is subjectief als er beleggingsrisico wordt genomen en de indexatieambitie reëel is. Zowel de risicopremies als de kosten van een reële pensioenambitie zijn namelijk niet objectief uit de financiële markt af te lezen. Een verkeerde inschatting van deze parameters resulteert in een uitkering die zich niet gedraagt conform de pensioenambitie maar resulteert gelukkig niet in herverdeling tussen de deelnemers. Ook aanpassingen van het projectierendement herverdelen geen middelen tussen deelnemers maar verdelen het individuele kapitaal alleen op een andere manier over de tijd.

...maakt reëel contract mogelijk zonder belangenconflicten over verdeling...

Door de uitkeringsfunctie op deze manier te ontvlechten van intergenerationele herverdeling biedt de PPR de mogelijkheid om te ontsnappen aan de beperkingen van het nominale FTK en een reëel contract mogelijk te maken zonder dat dit resulteert in belangenconflicten tussen deelnemers. Elk collectief kan een zekere beleidsruimte krijgen om het projectierendement zelf te kiezen, afhankelijk van de indexatieambitie.

...en stabiliseren van uitkeringen door renterisico af te dekken...

De vrijheid om de rentegevoeligheid van het projectierendement te bepalen stellen fondsen in staat het renteafdekkingsbeleid zelf vorm te geven. Naarmate het projectierendement en daarmee het uitkeringspercentage (minder) gevoeliger is voor de nominale rente zal men meer (minder) renterisico willen afdekken om uitkeringen te stabiliseren. In tegenstelling tot de huidige uitkeringsregelingen waarin risicodeling gebaseerd is op slechts één nominale dekkingsgraad biedt de PPR ruimte om het rente-afdekkingsbeleid per generatie op maat in te stellen. Ouderen hoeven niet langer het niet afgedekte renterisico te dragen dat in het belang van een reële uitkering voor jongeren wordt genomen (zie ook Figuur 2.5). Dit dient de macro-economische stabiliteit.

...en schokken uit te smeren

Grote jaar-op-jaar schommelingen in de uitkeringen en nominale kortingen in de uitkeringen kunnen ook worden voorkomen door schokken over de rest van het leven uit te smeren. Schokken vertalen zich dan in de indexatieambitie in plaats van de huidige uitkeringen. De feitelijke hersteltermijn voor hogere leeftijden is korter vanwege de doorwerking van sterftékansen (waardoor de latere jaren minder zwaar meetellen). Een hersteltermijn van bijvoorbeeld 10 jaar betekent voor een 90-jarige dat schokken moeten worden opgevangen in de kortere resterende levensverwachting van minder dan 5 jaar. Dat is een extra reden waarom men waarschijnlijk beleggingsrisico wil terugnemen op hoge leeftijden.¹¹

Beleggingsfunctie

Financiële rendementen bepaald door beleggingsportefeuille

De beleggingsfunctie bepaalt de samenstelling van het beleggingsdepot en daarmee de financiële rendementen op de PPR. Elke pensioenrekening heeft een *matching* en *return* portefeuille. De *matching* portefeuille dekt veranderingen af in het projectierendement en daarmee de uitkeringsfractie en het uitkeringsniveau. Het gaat om het *safety* instrument gericht op uitkeringszekerheid. De *return* portefeuille daarentegen is gericht op het behalen van een hoog rendement met een acceptabel risico om de kosten van het pensioen zo te kunnen beheersen.

¹¹ Een wijdverbreid misverstand is dat men meer beleggingsrisico zou kunnen nemen zonder het risico voor gepensioneerden te verhogen door het uitsmeren van schokken in collectieve systemen waarin inkooparieven op het moment van inkoop corresponderen met de economische waarde van de ingekochte rechten. Uitsmeren in collectieve systemen bieden ouderen alleen meerwaarde ten opzichte van individuele systemen als nieuwe instromers bereid zijn de risico's van ouderen over te nemen tegen een betere prijs dan de markt en de inkooparieven dus niet corresponderen met de economische waarde van de ingekochte rechten.

Risicomanagement op maat voorkomt conflicten en macro-economische instabiliteit

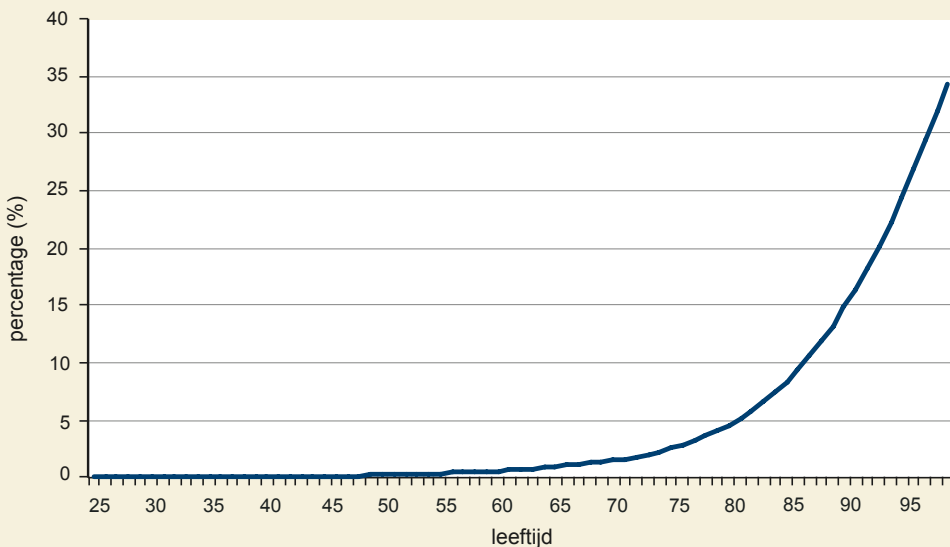
De PPR biedt de mogelijkheid om zowel de *return* als de *matching* portefeuilles op maat in te stellen gedurende de levensloop en toch te profiteren van de schaalvoordelen van collectief beleggen. Meer maatwerk, een betere *risk-return trade-off* met minder pech- en gelukgeneraties en minder intergenerationele conflicten over het beleggingsbeleid zijn het gevolg. Voor jongere deelnemers kan risicovoller worden belegd, terwijl er voor oudere groepen meer uitkeringszekerheid wordt geboden. Eventueel kan deelnemers ook enige keuzevrijheid worden geboden, bijvoorbeeld of ze willen beleggen in groene beleggingen.

Verzekeringsfunctie

Biometrisch rendement verzekert individueel langlevensrisico...

Het wezenskenmerk van een levenslange uitkering is dat alleen uitgekeerd wordt als de verzekerde(n) nog in leven zijn. Bij overlijden van de verzekerden vervalt het vermogen niet aan de erfgenamen maar aan de solidariteitskring.¹² Als vergoeding voor deze overdracht bij overlijden wordt bij leven van de verzekerden een zogenaamd biometrisch rendement op de persoonlijke pensioenrekening bijgeschreven. Het biometrische rendement is dus conditioneel op het al of niet overlijden van de verzekerden. De meerwaarde voor de overlevenden in termen van het extra biometrische rendement is vooral groot aan het einde van leven wanneer sterftekansen (Figuur 3.3) en daarmee ook de biometrische rendementen bij leven toenemen (Figuur 3.4). Op deze manier verzekeren biometrische rendementen deelnemers tegen individueel langlevensrisico.

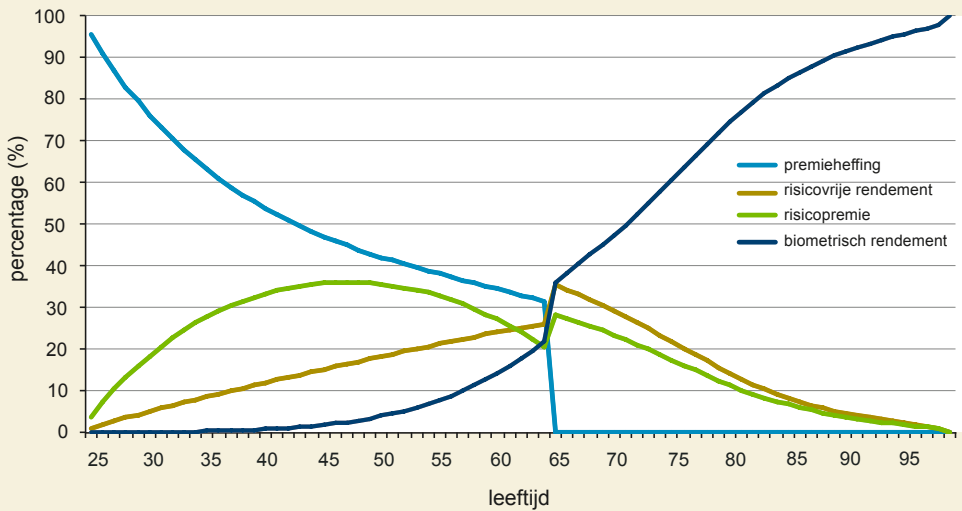
Figuur 3.3. Geprojecteerde gemiddelde jaarlijkse overlijdenskansen in 2015



Bron: CBS, StatLine

¹² Aan de PPR kan een verzekering op het leven van de deelnemer worden gekoppeld die in geval van overlijden leidt tot een persoonlijke pensioenrekening voor de nabestaanden. De verzekeringspremie voor deze verzekering kan uit het vermogen in de PPR worden voldaan.

Figuur 3.4. De relatieve bijdragen (in verwachting) van premie-inleg en rendementen aan opbouw pensioenvermogen



Het percentage aandelen tijdens de actieve fase loopt lineair af van 100% naar 20% en blijft na pensioenleeftijd 65 constant op 20%. Biometrische rendementen zijn gebaseerd op de sterftekansen in Figuur 3.3. De reële risicovrije rente is gelijk aan 1%, de risicopremie op aandelen is 4%. De premiebasis gedurende de werkzame periode is constant in reële termen. De uitbetalingsregel is zodanig dat het consumptiepatroon vanaf pensionering in verwachting constant is in reële termen.

Bron: Bovenberg, Mehlkopf en Nijman, 2014

...met verzekering tegen systematisch langlevensrisico op maat

Of deelnemers ook beschermd worden tegen systematisch (macro-) langlevensrisico hangt af van hoe het biometrisch rendement meebeweegt met veranderingen in sterfteprognoses. Ook op dit punt biedt een PPR meer mogelijkheden voor maatwerk dan de huidige uitkeringsregelingen. Zo kunnen ouderen zich wel tegen dit risico verzekeren maar jongeren niet. Afhankelijk van de leeftijdsamenstelling van de solidariteitskring kan deze verzekering bij de onderlinge of een externe verzekeraar worden afgesloten.

Risicodelingsfunctie

Collectief delen van actuariële risico's...

Het collectief kan de verzekeringsfunctie zelf uitvoeren. Dit collectief kan worden ondergebracht bij een verzekeraar maar ook bij een pensioenfonds. In dat laatste geval is in feite sprake van een onderlinge verzekeraar waarvan de deelnemers zelf 'eigenaar' zijn; de biometrische risico's -- zowel het idiosyncratische als het systematische langlevensrisico -- worden gedeeld tussen de deelnemers. Dit vereist collectieve besluitvorming over beleidsregels over de verdeling van dit actuariële resultaat¹³ en over hoe de deelnemers die dit risico dragen worden beloofd.

¹³ Het actuariële resultaat betreft het saldo van de ontvangen vermogens van de overleden deelnemers en de bijgeschreven biometrische rendementen op de PPR van andere deelnemers. Als het collectief sommige deelnemers verzekert tegen systematisch langlevensrisico wordt het actuariële resultaat ook beïnvloed door veranderingen in sterfteprognoses.

...andere systematische risico's...

Collectieven kunnen ook andere systematische risico's (dan systematisch langlevensrisico) die niet of nauwelijks op financiële markten worden verhandeld uitruilen tussen deelnemers. Dan gaat het bijvoorbeeld om (loon)inflatie: de PPR van gepensioneerden wordt aangevuld uit de PPR van werkenden als de looninflatie boven een bepaald niveau komt (en andersom). Het expliciet maken van deze solidariteitsafspraken verbetert de transparantie over de risico's die binnen het fonds worden verhandeld en de prijsafspraken die hierover worden gemaakt. Bovendien bestaan er in vergelijking met risicodeling op basis van een collectief vermogen met één collectieve dekkinggraad meer vrijheidsgraden over welke risico's men wil uitwisselen.

...en risico's met toekomstige generaties

Pensioenfondsen kunnen de financiële markten ook uitbreiden door financiële risico's te verhandelen met partijen die geen goede toegang hebben tot deze markten. Deze partijen kunnen bereid zijn tegen betere prijzen dan de markt te handelen. Een voorbeeld van partijen die huidige deelnemers tegen betere tarieven dan de markt kunnen verzekeren tegen financiële schokken zijn de sociale partners (werkgevers en werknemers) als vertegenwoordiger van de toekomstige premiebetalers.¹⁴ Deze intergenerationale solidariteitsafspraken kunnen worden vormgegeven door verdeelregels voor collectieve buffers.

Afruil betere risicodeling versus politieke en discontinuïteitsrisico's

Bij de bepaling van de reikwijdte van intergenerationale risicodeling is sprake van een afruil. Enerzijds is betere risicodeling mogelijk als de reikwijdte van de interne handel groter wordt in termen van de tijdshorizon, het aantal risicofactoren dat verhandeld wordt en het aantal betrokken heterogene partijen. Anderzijds groeien daardoor de politieke risico's rondom de collectieve besluitvorming over de verdeelregels (en eventuele discretionaire aanpassing van langlopende solidariteitsafspraken als onvoorziene omstandigheden hier om vragen) en de prijsstelling. Dit legt meer druk op de kwaliteit van de *governance* van het collectief. Ook vereisen discontinuïteits- en tegenpartijrisico's strengere solvabiliteitsvereisten en beperkingen op de overdraagbaarheid en verhandelbaarheid van een PPR.

3.4 Pensioenplatformen

Een persoonlijke pensioenrekening kan worden ondergebracht op een pensioenplatform waarop verschillende functies collectief worden ingevuld en gecombineerd. De huidige pensioenfondsen kunnen worden gezien als een vorm van zo'n pensioenplatform. Een pensioenplatform kan echter ook door andere partijen worden opgericht zoals beroepsverenigingen of andere collectiviteiten, verzekeraars en andere financiële instellingen. Op dit moment kunnen verzekeraars in de uitkeringsfase alleen een nominale garantie aanbieden met een hoge zekerheidsgraad. De PPR biedt de mogelijkheid de systematiek van de huidige pensioenregelingen (denk aan enerzijds premieregelingen aangeboden door verzekeraars of een PPI en anderzijds uitkeringsregelingen uitgevoerd door pensioenfondsen maar ook aan tweede pijler enerzijds en derde pijler producten

¹⁴ Zie van Ewijk, Lever, Bonenkamp en Mehlkopf (2014). Op basis van de veronderstelling dat toekomstige generaties bereid zijn om zonder risicopremie huidige risico's over te nemen van huidige generaties vinden zij dat huidige uitkeringsregelingen (met een stabiele leeftijdssamenstelling) een welvaartswinst kunnen genereren van 1/2 % tot 1 % (in termen van zekerheidsequivalente consumptie). Voor een andere visie op de optimale beleggingsportefeuille van jonge generaties, zie Benzoni, Collin-Dufresne en Goldstein (2007). Deze visie impliceert dat toekomstige generaties een hogere prijs zouden moeten vragen voor het overnemen van huidige risico's.

anderzijds) te standaardiseren. De verschillen tussen pensioenfondsen en verzekeraars nemen af.

Vertrouwensfuncties keuzearchitectuur en collectieve inkoop

Een pensioenplatform heeft als kerntaak een vertrouwensfunctie. Het helpt deelnemers met weinig financiële expertise met hun financiële planning over de levensloop. Een eerste functie in dit verband is het ontwikkelen van een keuzearchitectuur met goede standaarden (*defaults*) voor deelnemers die niet willen of kunnen kiezen. Dat vraagt dat pensioenplatformen hun deelnemers (als heel mens met al zijn vermogenscomponenten) goed leren kennen en Asset Liability Management (ALM) implementeren op individueel in plaats van collectief niveau. Het bieden van de juiste keuzeruimte (niet te weinig maar ook niet te veel) aan de verschillende belanghebbenden is een belangrijke rol van een aantrekkelijk pensioenplatform. Een gerelateerde functie is collectieve inkoop van financiële diensten. Het platform dient commerciële financiële dienstverleners te disciplineren om in het belang van de deelnemers te handelen.

Meerdere solidariteitskringen binnen één platform

Binnen een pensioenplatform kunnen net als in een Algemeen Pensioenfonds (zie Ministerie van SZW, 2014) verschillende solidariteitskringen ondergebracht worden. Zo kan het pensioenplatform verschillende onderlinge verzekeraars een huis bieden. Door samen te werken binnen het platform kan bespaard worden op uitvoeringskosten zonder dat solidariteitskringen moeten worden samengevoegd. Op deze manier zijn homogene solidariteitskringen mogelijk waarin solidariteit beperkt is tot verzekeringssolidariteit. Schaalvergroting in de uitvoering wordt verzoend met homogene solidariteitskringen met een eigen karakter en veel interne cohesie. Het pensioenplatform kan kleine solidariteitskringen helpen bij het herverzekeren van risico's bij een externe partij.

3.5 NDC en doorsneesystematiek

Transitieproblemen bij omzetten uitkeringsregelingen ...

Collectiviteiten die hun huidige collectieve uitkeringsregelingen willen vervangen door een PPR worden geconfronteerd met een transitieproblematiek. Oude rechten moeten dan worden ingevaren of afgefinancierd. Voor bedrijfstakpensioenfondsen speelt ook dat de solidariteit van de doorsneesystematiek tussen (werkgevers van) jongere en oudere werknemers moeilijker is uit te leggen met persoonlijke pensioenrekeningen. Ook het loslaten van de doorsneesystematiek resulteert in transitieproblemen (zie CPB, 2013 en Bonenkamp, Cox en Lever, 2014).

...en leeftijdsonafhankelijke premie-inleg

Door de fiscale leeftijdsstaffel in premieregelingen te vervangen door een leeftijds-onafhankelijke premieruimte kan de inleg in de PPR gebaseerd worden op een actuariel neutrale doorsneepremie. Met een leeftijdsonafhankelijke premie renderen premies langer omdat ze eerder worden ingelegd. Overstappen op een actuariel neutrale leeftijdsonafhankelijke pensioenpremie zorgt echter voor een pensioengat voor de transitiegeneraties. Zij kunnen de relatief lage pensioenopbouw aan het begin van hun loopbaan onder het oude systeem na de overstap op een actuariel neutrale leeftijdsonafhankelijke premie niet meer compenseren in de rest van hun arbeidzame leven.

Introductie publiek NDC-stelsel lost transitieprobleem op...

Een mogelijke oplossing voor dit transitieprobleem is het introduceren een NDC-systeem waarin werkenden NDC-rechten opbouwen afhankelijk van hun arbeidsinkomen (zie paragraaf 1.1 en Bovenberg, 2014). De transitiegeneraties betalen hiervoor lage premies. De generaties die de dupe worden van het afschaffen van de doorsneesystematiek in de aanvullende pensioenen profiteren van de introductie van een NDC-stelsel. De totale premielast van NDC en privaat aanvullend pensioen op het arbeidsinkomen van werknemers verandert niet.

Het publieke NDC-stelsel neemt zo de generatiesolidariteit over van de doorsnee-systematiek in bedrijfstakpensioenfondsen. Dit zorgt voor een heldere ontvlechting van private en publieke verantwoordelijkheden. De overheid ontfermt zich als grootste collectiviteit over de publieke functie van intergenerationale solidariteit. Iedereen betaalt mee aan het financieren van het omslagement in het pensioenstelsel zonder dat dit de keuze tussen werknemerschap en ondernemerschap verstoort. Dit past beter bij een moderne arbeidsmarkt waarin burgers vaker overstappen tussen zelfstandig ondernemerschap en werknemerschap.

...en versterkt pensioenvoorziening zzp'ers en maakt pensioenen minder kwetsbaar

Een opbouwelement in de publieke pensioenen als aanvulling op de AOW versterkt ook de pensioenvoorziening voor zzp'ers.¹⁵ Verder gaat het Nederlandse pensioenstelsel minder zwaar leunen op kapitaaldekking dan wanneer de overstap op actuariel neutrale leeftijdsonafhankelijke premies gemaakt zou worden zonder de introductie van een NDC-systeem. De inkomens van ouderen zijn minder afhankelijk van de grillen van de kapitaalmarkt en lopen meer gelijk op met de inkomens van werkenden. Met een grotere

¹⁵ De pensioenvoorziening voor zzp'ers kan ook verbeterd worden langs de lijnen van de NEST oplossing in het Verenigd Koninkrijk: breng werkenden onder bij een default pensioenfonds tenzij werkgevers een eigen pensioenregeling hebben. Eventueel kan sommige werkenden (zoals zzp'ers) een opt-out mogelijkheid worden geboden.

publieke basis blijven kapitaalgedekte aanvullende pensioenen legitiem, ook al worden de daaruit gefinancierde pensioenen steeds afhankelijker van financiële markten nu de risico's steeds meer bij de deelnemers liggen. Ook kan het NDC systeem risico's delen tussen huidige en toekomstige generaties. De aanvullende pensioenen kunnen deze intergenerationele risicodeling steeds minder goed implementeren vanwege de flexibelere arbeidsmarkt en de kortere levensduur van bedrijven en sectoren (zie paragraaf 1.2 en van Ewijk, Lever, Bonenkamp en Mehlkopf, 2014).

4. Conclusies

Pensioeninnovatie gevraagd...

In pensioenstelsels overal ter wereld zien we dezelfde ontwikkelingen. Externe risicodragers trekken zich terug. Het blijven beschermen van ouderen vraagt om pensioeninnovatie—het op een nieuwe manier combineren van de functies van pensioenen.

...met kansen voor Nederland

Dit biedt kansen voor Nederland. Voorgaande generaties hebben een sterk kapitaalgedekt pensioenstelsel gebouwd op het fundament van collectieve risicodeling. Ze zijn er in geslaagd financiële markten in te zetten voor een sociaal doel: het beschermen van mensen in een kwetsbare levensfase. De veranderende omgeving vraagt nu om het heruitvinden van deze traditie van kapitaalgedekte pensioenvoorzieningen.

...en de wereld

Door te laten zien hoe de financiële markten kunnen worden benut voor een goede oude dag, bewijzen we niet alleen onszelf maar ook de wereld een dienst. Overheden hoeven niet de hele financieringslast voor de oude dag te dragen. Kapitaalgedekte pensioenen zorgen verder voor risicodragende lange-termijn middelen die niet direct opvraagbaar zijn. Dit verzoent duurzame economische groei (en de daarvoor noodzakelijke lange-termijn financiering) met financiële stabiliteit op basis van lange-termijn relaties. Kapitaalgedekte pensioenen dragen ook bij aan stabiele en legitieme financiële markten doordat een groter deel van de kapitaalopbrengsten toevalt aan de middenklasse. Dit door de factor arbeid eigenaar te maken van kapitaal.

Pensioenplatformen

Deze oratie heeft een tweetal bouwstenen aangereikt voor het heruitvinden van onze collectieve traditie van kapitaalgedekte pensioenvoorzieningen. In de eerste plaats pensioenplatformen die deelnemers helpen bij hun financiële planning over de levensloop, het in-

kopen van financiële diensten en het onderling delen van risico's. Deze vertrouwensfunctie vraagt het beter leren kennen van deelnemers, het beperken van eenzijdige herverdeling en het verstrekken van transparante communicatie over de relatie tussen inleg en eigendomswaarden.

...en persoonlijke pensioenrekeningen met risicodeling...

Daarbij is de tweede bouwsteen voor pensioeninnovatie van belang: persoonlijke pensioenrekeningen met risicodeling. Door de functies van het pensioencontract te ontvlechten en vervolgens op een nieuwe manier te combineren, biedt deze rekeningen een gestandaardiseerde systematiek waarbinnen risicoprofielen op maat kunnen worden ingesteld zonder complexiteit en belangenconflicten. Dit voorkomt dat we het kind – de Nederlandse collectieve pensioen traditie – weggooiden met het badwater – de rol van sociale partners als risicodragers.

...als combinatie van sterke kanten uitkeringsregelingen en premieregelingen

Een PPR combineert de sterke kanten van premieregelingen (eenvoud en uitlegbaarheid, heldere relatie tussen inleg en uitkering, goed te waarderen eigendom, meer beleidsvrijheid om het risico- en uitkeringsprofiel te bepalen en zo nodig discretionair aan te passen, meer macro-economische stabiliteit) met de kracht van uitkeringsregelingen (geleidelijke uitbetaling gedurende de oude dag, risicobeheer gericht op stabiele levenslange uitkeringen, communicatie in termen van levenslange uitkeringen,¹⁶ langlevensverzekeringen). Wat betreft de beleggingsfunctie lijkt de PPR op een premieregeling omdat er sprake is van een individueel beleggingsdepot. Wat betreft de uitkeringsfunctie en verzekeringsfunctie daarentegen lijkt de PPR op een uitkeringsregeling. Door risico's te delen binnen een solidariteitskring en collectief te managen blijven kapitaalgedekte levenslange uitkeringen mogelijk, ook nu sociale partners, externe verzekeraars en overheden zich terugtrekken als dragers van systematische risico's. Met toekomstbestendige kapitaalgedekte pensioenvoorzieningen wordt Nederland weer kampioen in pensioen.

¹⁶ Voor het belang van de framing van een pensioenrekening in termen van levenslange uitkeringen, zie Brown, Kling, Mullainathan en Wrobel (2008). Zij benadrukken dat deelnemers kiezen voor het delen van langlevensrisico wanneer pensioenuitvoerders communiceren in termen van pensioenuitkeringen. Voor het belang van dit zogenaamde *consumption frame* voor risicobeheer, zie Bodie en Clowes (2003).

Dankwoord

Tot slot wil ik een aantal mensen en instellingen bedanken. Daarbij bestaat het risico dat ik sommige mensen tekort doe. In de eerste plaats dank aan de Stichting Instituut Gak voor het instellen van deze leerstoel Kapitaalgedekte pensioenvoorzieningen. Ik houd van de naam van de leerstoel. Want ik ben trots op de Nederlandse traditie van het benutten van de financiële markten voor een sociaal doel: een betrouwbare levenslange inkomensvoorziening tijdens de kwetsbare laatste levensfase. Nederland is de brug tussen het collectieve oosten – lees sociale lange-termijn relaties – en het individuele westen – lees financiële markten met verhandelbare relaties. En ook ontmoet het katholieke zuiden hier het protestante noorden.

Ook aan het College van bestuur van Tilburg University en het management team van Tilburg School of Economics and Management (TiSEM) is dank verschuldigd voor alle steun. Ik werk al vele jaren op deze mooie instelling en als protestant ben ik van de katholieke traditie gaan houden.

In de loop der jaren heb ik hier ook veel studenten mogen ontmoeten. Wat een voorrecht om met jonge mensen te mogen werken. Zij houden mij jong van geest. Dank ook aan promovendi, met name Ruud de Mooij, Bas Jacobs en Roel Mehlopf.

Ook heb ik met veel collega's mogen samenwerken en publiceren. Maar één springt er uit en dat is toch een protestante mannenbroeder: Theo Nijman.

Hooggeleerde Nijman, beste Theo,

Dat ik jou in Tilburg weer heb ontmoet is het beste wat er in mijn werkzame leven is gebeurd. Na de zandbak en de befaamde voetbalclub Ostrabeke in onze kinderjaren hebben we nu een nog een mooiere speeltuin en die heet Netspar. Zonder jou was die er nooit gekomen. Want ik heb dan regelmatig wilde, meeslepende ideeën, jij beoordeelt en past ze aan, en zorgt dan ook nog dat ze geïmplementeerd worden.

Schatplichtig ben ik ook aan de vele, vele andere mensen die hebben meegewerkt aan het opbouwen van Netspar. Ik noem Dick de Beus, Frank van der Duyn Schouten, Casper van Ewijk, Jean Frijns, Arie Kapteijn, Jan Nijssen, Arthur van Soest, Bas Werker, Ton Wilthagen maar er zijn er zo veel meer.

Netspar is een netwerk. Pensioeninnovatie doe je niet alleen. Iedereen heeft een stukje van de puzzel. Dat heb ik recent sterk mogen ervaren in de projectgroep uitkeringsovereenkomsten.

Veel van de ideeën die u vandaag gehoord heeft, zijn daar tot ontwikkeling gekomen. Met dank aan Sacha, Ilja, Dirk, Peter, Marcel, Jan en twee Theo's.

We zijn als Netspar een vooruitgeschoven post op de universiteit bij het leren verbindingen te leggen tussen universiteit en praktijk, tussen verschillende universiteiten, en tussen de private en de publieke sector. Dat is spannend maar vraagt ook veel energie. Vooral ook voor het OBP—dat betekent bij Netspar Onvermoeibaar en Betrokken Personeel. Jullie zijn geweldig! Met naam en toenaam noem ik Wilma Paffen.

Beste Wilma,

Jij bent mijn steun en toeverlaat. Je hebt op een of andere manier mijn gebruiksaanwijzing gevonden. In dat opzicht doe je me aan mijn 5 jaar geleden overleden moeder denken en toch kennen we elkaar pas een aantal jaren.

Dat brengt me bij mijn ouders en voorouders. Net als bij Theo, is mijn toga een cadeau van mijn ouders. Die toga staat symbool voor veel meer. Mijn ouders hebben mij gevormd. Ben dan ook heel blij dat mijn geliefde Tante Rie als zus van mijn overleden vader hier vandaag bij kan zijn. Zij heeft alle hoogtepunten en dieptepunten van mijn leven mogen meebeleven.

Ik kom uit een mooie traditie – waarin het draaide om de trits ellende, verlossing en dankbaarheid. En als u goed geluisterd heeft: Die trits kwam ook terug in mijn voordracht. Maar elke generatie moet de traditie weer heruitvinden. Dat geldt niet alleen voor de Nederlandse pensioentraditie maar ook voor de christelijke traditie. In die christelijke traditie draait het om de drie-enige God als liefde – de samenbindende Geest die eenheid geeft in al de verscheidenheid en veelkleurigheid van het leven. Zaken die op het eerste gezicht op gespannen voet staan blijken uiteindelijk niet zonder elkaar te kunnen. Dat is de weg van dialectiek naar synthese – van fragmentatie naar verbinding.

Hopelijk hebt u die weg van verzoening in de oratie opgemerkt – de synthese tussen individu en collectief, tussen rechts en links, tussen financiële markten en sociale bescherming, tussen verzekeraars en pensioenfondsen, tussen privaat en publiek, tussen eigen en collectief belang, tussen oud en jong, tussen traditie en innovatie, tussen beleid en wetenschap, tussen praktijk en theorie, tussen dominee en koopman, tussen katholiek en protestant. Voor die weg van fragmentatie naar samenhang -- wil ik mijn hemelse Vader danken – want verzoening is Zijn werk.

Dank ook aan u allen. Ik ben zeer vereerd dat u hier vandaag de moeite hebt genomen om naar mij te luisteren en deze bijzondere middag met mij te delen. Ik hoop dat u overtuigd

bent dat pensioen best leuk kan zijn – niet alleen als je er van geniet maar ook als je er over nadenkt.

Last but not least wil ik mijn dierbare gezin danken.

Beste Arie,

Bij mijn eerste oratie in 1990 lag je nog in de kinderwagen. Ik hoop dat je nu wat meer van de rede begrepen hebt. Het is mooi te zien hoe jij opgroeit tot een bescheiden en krachtig mens tegelijkertijd. Die synthese komt mede tot stand door jouw vriendin die haar naam Gracia zo veel eer aan doet.

Beste Danielle,

Jij was nog niet geboren in 1990 maar nu laat jij zien: het verhaal van de liefde gaat door maar op een nieuwe, verrassende manier. Jij geeft mij hoop.

Lieve Jeanne,

Jij bent mijn Maxima – mijn prinses. Jij maakt me altijd weer blij. You are the spice of my life.

Ik heb gezegd.

Referenties

Australian Centre for Financial Studies (2013). Melbourne Mercer Global Pension Index.

Australian Centre for Financial Studies (2014). Melbourne Mercer Global Pension Index.

Bakels, S., B.J. Bosboom, G. Dietvorst, A. Joseph, K. Kamminga, M. Meniar, Th.E. Nijman, T. Steenkamp en B.J.M. Werker (2014). Een toekomstperspectief voor premieovereenkomsten, Netspar Occassional Paper, Netspar.

Benzoni, L, P. Collin-Dufresne en R. Goldstein (2007). Portfolio Choice over the Life-Cycle when the Stock and Labor Markets Are Cointegrated, *Journal of Finance*, 62, 5, 2123-2167.

Bodie, Z. en M.J. Clowes (2003). *Worry Free Investing. A Safe Approach to Achieving Your Lifetime Financial Goals*. Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey.

Boeijen, T.A.H en M. Brussen (2014). Een brug tussen DB en DC, *Pensioen Magazine*, Juni/juli 2014, 16-19.

Boelaars, I., A.L. Bovenberg, D. Broeders, P. Gortzak, S. van Hoogdalem, Th. Kocken, M. Lever, Th.E. Nijman en J. Tamerus (2014). Duurzame vormgeving van het Nederlandse collectieve aanvullende pensioen, Netspar Occasional Paper, Netspar.

Boelaars, I., R. Cox, M. Lever en R. Mehlkopf (2014). What is the Value of “Collective” in Collective DC?, CPB Discussion Paper, te verschijnen.

Boender, G., L. Bovenberg, D. Broeders, P. Gortzak, T. Kocken, Th.E. Nijman en J. Tamerus (2013). Gedeelde uitgangspunten en dilemma's bij het ontwerp van nieuwe pensioencontracten en het bijbehorende FTK, Netspar Occasional Paper, Netspar.

Bonenkamp, J., R. Cox en M. Lever (2014). Afschaffen doorsneesystematiek wenselijk maar kostbaar, *Economisch Statistische Berichten*, 99, 4676, 26-29.

Börsch-Supan, A. (2004). Mind the Gap: The Effectiveness of Incentives to Boost Retirement Saving in Europe, Discussion Paper no. 52-04, Mannheim Research Institute for the Economics of Aging.

Bovenberg, A.L. (2014). Toekomstbestendig pensioenstelsel vraagt extra AOW opbouw, *Me Judice*, 23 mei 2014.

- Bovenberg, A.L., R. Koijen, Th.E. Nijman and C.N. Teulings (2007). Saving and Investing over the Life Cycle and the Role of Collective Pension Funds, *De Economist*, 155, 4, 347-415.
- Bovenberg, A.L., Th.E. Nijman en B. Werker (2012). Voorwaardelijke pensioenaanspraken. Over waarden, beschermen communiceren en beleggen, Netspar Occasional Paper, Netspar.
- Bovenberg, A.L. en Th.E. Nijman (2014). Persoonlijke pensioenrekeningen met risicodeling, Netspar NEA Paper 56, Netspar.
- Bovenberg, A.L., R. Mehlkopfen Th.E. Nijman (2014). Techniek achter persoonlijke pensioenrekeningen in de uitkeringsfase, Netspar Occasional Paper, Netspar.
- Bovenberg, A.L., Th.E. Nijman en R. Mehlkopf (2015). The Promise of Defined Ambition Plans: Lessons for the United States, in R. Shea en O.S. Mitchell (red.), *Reimagining Pensions: The Next 40 years*. Oxford University Press, te verschijnen.
- Brown, J.R., J.R. Kling, S. Mullainathan en M.V. Wrobel (2008). Why Don't People Insure Late-Life Consumption? A Framing Explanation of the Under-Annuitization Puzzle, *American Economic Review*, 98, 2, 304-309.
- Caballero, R.J., en E. Fahri (2014). On the Role of Safe Asset Shortages in Secular Stagnation, in C. Teulings en R. Baldwin (red.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, VoxEU Organisation books.
- Centraal Planbureau (2013). Eindrapportage voor- en nadelen van de doorsneesystematiek, CPB notitie, 28 oktober 2013.
- Frijns, J.M.G., J.A.Nijssen en L.J.R.Scholtens (2010). *Pensioen: onzekere zekerheid*. Rapport Commissie beleggingsbeleid en risicobeheer (Commissie Frijns). Den Haag: Ministerie van SZW.
- Goudswaard, K., R. Beetsma, T. Nijman en P. Schnabel (2010). *Een sterke tweede pijler, naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen*. Rapport van de Commissie Toekomstbestendigheid aanvullende pensioenregelingen (Commissie Goudswaard). Den Haag: Ministerie van SZW.
- Ewijk, van C., M. Lever, J. Bonenkamp en R. Mehlkopf (2014). Pensioen in discussie. Risicodeling moeilijker/keuze binnen grenzen. *Netspar brief*, 1, Herfst 2014.

- Holzmann, R. en E. Palmer (2006). *Pension Reform: Issues and Prospects for Non-financial Defined Contributions (NDC) Schemes*, World Bank.
- Holzmann, R. en E. Palmer (2012). *Nonfinancial Defined Contribution Pension Schemes in a Changing Pension World*, World Bank.
- Knoef, M., C. Goudswaard, K. Caminada en J. Been (2013). Pensioeninkomens in de toekomst, *Economisch Statistische Berichten*, 98, 4674/4675, 734-737.
- Lane, Clark and Peacock Netherlands (2014). Optimalisering overgang van opbouw- naar uitkeringsfase en de inrichting daarvan in premie- en kapitaalovereenkomsten, Onderzoeksrapport Ministerie van SZW, 10 juli 2014.
- Ministerie van SZW (2014). Voorontwerp Wet Algemeen Pensioenfonds, http://www.internetconsultatie.nl/wet_algemeen_pensioenfonds.
- Sociaal Economische Raad (2013). Nederlandse economie in stabiel vaarwater. Een macro-economische verkenning. Rapport April 2013.
- Towers Watson (2014). *Global Pension Assets Study 2014*, www.towerswatson.com.
- World Bank (1994). *Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth*, Oxford University Press.

Colofon

vormgeving

Beelenkamp Ontwerpers, Tilburg

foto omslag

Maurice van den Bosch

druk

PrismaPrint, Tilburg University