



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

OCCASIONAL PAPERS

Roel Beetsma en Ward Romp

Intergenerationele Risicodeling en Collectiviteit

Netspar

Eerder gepubliceerd als KVS Preadvies 2014

Intergenerationele risicodeling en collectiviteit¹

Roel Beetsma² en

Ward Romp

We analyseren risicodeling tussen verschillende deelnemerscohorten binnen een collectief pensioensysteem, hierbij met name ook naar de Nederlandse situatie kijkend. Ondanks de verschillende externe ontwikkelingen blijft een private collectieve pensioenvoorziening met intergenerationele risicodeling een goed en houdbaar systeem, mits de pensioenleeftijd voldoende stijgt in relatie tot de levensverwachting, het systeem zelfgeen verkeerde mobiliteitsprikkels geeft, en de toedeling van risico's aan de verschillende cohorten voldoende expliciet en transparent gemaakt wordt, waarbij de cohorten die het meeste risico lopen daarvoor via de indexatie beloond worden.

Inleiding

De Nederlandse (aanvullende) pensioenvoorzieningen staan internationaal hoog aangeschreven. Behalve het gemiddeld hoge niveau van de uitkeringen, wordt het systeem ook vaak geprezen om de solidariteit tussen de deelnemersgroepen die het collectieve karakter ervan helpt te bewerkstelligen. Deze solidariteit uit zich onder andere in de deling van risico's tussen de verschillende cohorten van deelnemers. De toenemende vergrijzing en de recente financieel-economische crisis hebben echter ook de minder sterke plekken van het systeem blootgelegd en het vertrouwen in de houdbaarheid ervan onder druk gezet. Daarmee komt ook de vereiste onderlinge solidariteit binnen pensioenregelingen onder druk.

In dit hoofdstuk analyseren we intergenerationele risicodeling (IGR) tussen verschillende deelnemerscohorten binnen een collectief pensioensysteem, waarbij we met name ook naar de Nederlandse situatie kijken; we identificeren de mogelijke obstakels bij het benutten van de voordelen van IGR en we onderzoeken wat (internationale) ontwikkelingen impliceren voor IGR. Het gaat hierbij met name om demografische ontwikkelingen, ontwikkelingen in de arbeidsmobiliteit en economische dynamiek van sectoren

1 Wij danken de redacteurs, Lans Bovenberg, Casper van Ewijk en Theo Nijman voor hun uitgebreide commentaar op eerdere versies van dit artikel. Alle verantwoordelijkheid voor deze bijdrage ligt bij de auteurs.

2 Adres: MN Chair in Pension Economics, Afdeling Economie en Econometrie, Universiteit van Amsterdam, Valckenierstraat 57-59, 1018 XE Amsterdam, telefoon: +31205255280, e-mail: r.m.w.j.beetsma@uva.nl.

die verdwijnen en opkomen en het verdwijnen van de werkgever als risico-drager. Hieraan gekoppeld proberen we een aantal belangrijke beleidsvragen te beantwoorden. Hoe moeten Nederlandse collectieve regelingen omgaan met de toenemende vergrijzing? Gegeven de ontwikkelingen in de arbeidsmobiliteit en sectordynamiek, en dus de dreigende uitholling van deze regelingen, is er nog wel ruimte voor collectieve arrangementen die IGR mogelijk maken? Zo ja, moeten deze dan via de overheid worden georganiseerd of kan dit ook privaat gebeuren en wat zijn de voorwaarden waaronder IGR in private pensioenregelingen houdbaar is?

Onze conclusies zijn: (1) De pensioenrichtleeftijd moet stijgen met de levensverwachting zodat we onze collectieve aanvullende pensioenen verzorgd via de pensioenfondsen naar verwachting tenminste op hetzelfde niveau kunnen houden als de pensioenen die verzorgd worden via individuele beschikbare premiereregelingen. Pensioenen via pensioenfondsen hebben dan hetzelfde verwachte niveau, maar minder onzekerheid dan individuele beschikbare premiereregelingen. (2) Onze collectieve aanvullende pensioenen kunnen houdbaar blijven bij veranderingen in de arbeidsmobiliteit en toenemende sectordynamiek, mits de eventuele waardeoverdracht tussen verschillende pensioenregelingen zo wordt vormgegeven dat deze de prikkel tot verandering van baan niet beïnvloedt, zodat een zelf vervullende leegloop van het pensioenfonds vermeden wordt. (3) Het is beter om deze regelingen op privaat niveau te handhaven dan onder te brengen in een groot nationaal fonds dat door de overheid wordt gemanaged. (4) Het discontinuïteitsrisico van een fonds wordt zo klein mogelijk gemaakt door de toedeling van de risico's aan de verschillende cohorten in voldoende mate te expliciteren en de verwachte indexatie van de individuele cohorten af te stemmen op het relatieve risico dat ze lopen. Relatief meer risico moet gepaard gaan met relatief hogere indexatie.

Het vervolg van dit artikel is als volgt ingedeeld. Sectie 2 introduceert het conceptuele kader voor IGR, terwijl Sectie 3, na een typering van de verschillende mogelijke pensioenvoorzieningen, ingaat op IGR via de pensioenen in een gestileerde context. Sectie 4 illustreert IGR in de praktijk binnen de Nederlandse context, zowel onder het oude als het nieuwe toezichtkader. Een beknopte vergelijking met het buitenland wordt ook gemaakt. Sectie 5 geeft een beknopt overzicht van de relevante literatuur en gaat daarbij ook in op de kwantificering van de welvaartseffecten van IGR. Sectie 6 analyseert de factoren die in de praktijk de ruimte voor IGR beperken. Sectie 7 bediscussieert de belangrijkste trends die de ruimte voor IGR via pensioenen beïnvloeden, en geeft ook beleidsaanbevelingen om met deze trends om te gaan. Sectie 8 sluit deze bijdrage af.

1. IGR in breder perspectief

1.1 *Wanneer is er een rol voor interventie?*

Individueen lopen zowel individuele als macro-economische (of: systematische) risico's. Individuele risico's kunnen vaak worden afgedekt door een verzekering. Voor macro-economische risico's is dat lastiger, hoewel ook hier vaak geldt dat niet iedereen tegelijk en in dezelfde mate wordt getroffen. Een voorbeeld is loonrisico, hetgeen werkenden meer beïnvloedt dan niet werkenden. Omdat niet iedereen dezelfde blootstelling heeft, is er in principe ruimte voor het 'verhandelen' van loonrisico waardoor het beter gespreid wordt over de populatie. Systematische risico's worden soms verhandeld via financiële markten, zoals risico's van technologische vooruitgang via de aandelenmarkten, maar dit is niet altijd mogelijk. Ten eerste, zijn financiële markten vaak incompleet, dat wil zeggen dat er niet voor ieder risico een financieel instrument voorhanden is. Dit is bijvoorbeeld typisch het geval voor loonrisico. In de praktijk kunnen toekomstige looninkomens bijvoorbeeld niet in onderpand worden gegeven voor de uitgifte van loongeïndexeerde financiële instrumenten. Een tweede reden waarom optimale risicodeling kan falen, is de bevolkingsstructuur van overlappende generaties (zie bijvoorbeeld, Ball en Mankiw, 2007). Voor een ongeboorte generatie is het niet mogelijk direct risico's te verhandelen met bestaande generaties, omdat de uitkomsten van de onzekerheid vaak bekend zijn op het moment dat de generatie geboren wordt (zie ook Gordon en Varian, 1988). Ten derde, kan IGR falen, doordat individuen suboptimale beslissingen nemen, bijvoorbeeld doordat ze te weinig sparen en daardoor niet meedelen in de financiële markten risico's.

In principe is er dus een rol voor het opzetten van aparte arrangementen die het falen van de markt en individuen bij het bewerkstelligen van IGR kunnen corrigeren. De meest voor de hand liggende zijn arrangementen van de overheid. Deze kan toekomstige generaties hiertoe binden door het uitgeven van schuld en het opzetten van regelingen voor sociale zekerheid, of een collectieve pensioenregeling, die publiek dan wel privaat kan worden uitgevoerd. De overheid kan nadat huidige generaties worden getroffen door een groeivertraging bijvoorbeeld de belastingen verlagen en de overheidsschuld verhogen. Hierdoor worden toekomstige generaties gedwongen mee te delen in de schok via hogere belastingen ter aflossing van de schuld. In het geval van een collectieve pensioenregeling binnen een pensioenfonds met een buffer, zoals we die kennen voor de meeste Nederlandse aanvullende pensioenen, kan een negatieve (of positieve) schok worden gedeeld tussen de huidige en toekomstige deelnemers, doordat het herstel van de buffer wordt gespreid over de tijd.

1.2 *Optimale IGR*

Gegeven de beschikbare ruimte beperken we ons tot de deling van risico's tussen cohorten. Verschillende bijdragen, waaronder Beetsma en Bovenberg

(2009) en Bohn (2009), hebben afgeleid hoe risico's optimaal kunnen worden gedeeld tussen generaties. In het algemeen geldt dat risico's zo breed mogelijk moeten worden gespreid over de huidige en toekomstige cohorten. In een standaardsituatie is de conclusie dat een onverwachte schok moet leiden tot een gelijke procentuele aanpassing van de consumptie voor de bestaande cohorten. Afwijkingen van deze standaardsituatie treden op wanneer er bijvoorbeeld gewoontevorming optreedt ('habit formation' – Bovenberg en Van Ewijk, 2012) of wanneer de mate van risicoaversie tussen cohorten verschilt. Vaak wordt betoogd dat ouderen meer risicoavers zijn dan jongeren. Als dat zo is, dan is het optimaal dat jongeren een groter deel van de risico's absorberen in hun consumptie dan ouderen. In ruil hiervoor moeten ouderen accepteren dat jongeren een hoger verwacht rendement krijgen.

2. IGR via pensioenen

Een cruciale vraag is hoe optimale IGR kan worden bereikt binnen een markt-economie. Zoals hierboven beschreven, is het probleem dat niet alle risico's (bijvoorbeeld loonrisico's, die werkenden lopen) op financiële markten worden verhandeld, terwijl ongeboren generaties niet zomaar kunnen delen in de risico's van de huidige levenden. Er is dus een mogelijke rol voor het opzetten van regelingen die het falen van de financiële markten kunnen omzeilen en leiden tot een welvaartswinst via een betere IGR. In dit paper beperken we ons tot IGR via de pensioenen. Alvorens dat te kunnen doen, is het belangrijk een goed overzicht te hebben van de mogelijke vormen van pensioenvoorzieningen.

2.1 'Tekstboek' typering van pensioenvoorzieningen

Er zijn meerdere manieren om pensioensystemen in te delen. De indelingen die we in deze sectie bespreken, zijn de standaard indelingen volgens het 'tekstboek'. In de praktijk voldoen pensioenregelingen vaak niet aan het standaard tekstboekformaat. Dat geldt ook voor de Nederlandse pensioenvoorzieningen. Deze beschrijven we later.

De eerste manier om pensioensystemen in te delen, betreft de manier waarop de pensioenen gefinancierd worden. De meest extreme varianten zijn een puur omslagstelsel, waarbij de huidige werkenden de pensioenen van de huidige gepensioneerden betalen, en een kapitaalgedekt systeem, waarbij de pensioenen worden betaald uit de besparingen en de rendementen op deze besparingen. Dit laatste kan zowel individueel als in een collectief systeem. Mochten de premiebetalingen aan dit systeem worden stopgezet, dan zouden uit het reeds opgebouwde vermogen de toezeggingen aan de bestaande deelnemers kunnen worden uitbetaald.

De tweede dimensie waarlangs pensioensystemen kunnen worden ingedeeld, betreft het onderscheid tussen een beschikbare premieregeling, waarbij de pensioenpremie vooraf is afgesproken ('defined contribution',

ofwel 'DC'), en een regeling waarbij de uitkering vastligt ('defined benefit', ofwel 'DB'). De meest zuivere vorm van een DC-kapitaalgedekte-regeling is een individuele regeling waarbij de gegeven premie ingelegd wordt in een individuele pot die bij pensionering wordt uitgekeerd. Dit impliceert niet dat de pensioenpremie in nominale termen zeker is, ze kan bijvoorbeeld ook afhankelijk zijn van het loon. De meest zuivere DB-regeling is er een waarin de uitkering in reële, dus koopkracht, termen vastligt.

Een dimensie die nauw gerelateerd is aan DC versus DB is het type claim dat de deelnemers hebben (Bovenberg en Van Ewijk, 2012). In een systeem met 'gesloten rekeningen' hebben individuele deelnemers een claim op verhandelbare financiële producten. Dit zijn vaak beschikbare premie-regelingen (DC). Indien deelnemers een claim hebben op het pensioenfonds en deze claims worden niet noodzakelijk gedekt door de bezittingen van dit fonds, dan is er sprake van 'open rekeningen'. Dit zijn gewoonlijk DB-regelingen, waarbij een pensioenfonds een buffer (of tekort) heeft en deze buffer gebruikt om mee- en tegenvallers te absorberen.

Een derde dimensie voor de indeling van pensioenregelingen is de mate waarin ze actuariëel neutraal zijn. Dat wil zeggen, hoe sterk is de relatie tussen de hoogte van de inleg en de verdisconteerde waarde van de toekomstige uitkeringen op het niveau van het individu (Lindbeck en Persson, 2003)? In deze bijdrage nemen we het perspectief van het moment dat de premie ingelegd wordt. Actuariële neutraliteit betekent in deze dat er geen systematische herverdeling optreedt van de beleggingsopbrengsten die met de premie-inleg worden behaald.

Een vierde dimensie waarlangs pensioenregelingen kunnen worden ingedeeld, betreft de vraag wie ze uitvoert. Is dit de overheid, een private partij of een combinatie van beiden? Dit is een vraag die steeds belangrijker wordt. Door de toenemende arbeidsmobiliteit en economische dynamiek zijn steeds omvangrijkere collectiviteiten nodig om dezelfde mate van IGR te bewerkstelligen. De grootste collectiviteit is dan een door de overheid gerund nationaal pensioenfonds.

Ten slotte, kunnen pensioenregelingen worden ingedeeld naar de aard van het onderliggend contract. Is er sprake van een (bijna) compleet financieel contract waarin precies is vastgelegd hoeveel opbouw of pensioen mensen krijgen onder welke omstandigheden? Of is er sprake van een sociaal contract met substantiële ruimte voor discretionaire besluitvorming? Zo ja, dan is de vraag door wie en hoe deze discretionaire besluitvorming wordt gelegitimeerd.

2.2 IGR in 'tekstboek' pensioensystemen

De belangrijkste risico's die gespreid moeten worden, zijn loonrisico's, financiële risico's en demografische risico's. Loonrisico's treffen vooral de werkenden, terwijl financiële risico's vooral de oudere cohorten treffen die relatief veel van het financiële kapitaal bezitten. Deze financiële risico's

behelzen ook het inflatierisico. In principe zouden er dus welvaartswinsten kunnen worden verkregen door een deel van het loonrisico van de jongeren naar de ouderen te verschuiven en een deel van het financiële markten risico van de ouderen naar de jongeren. De vraag is dus hoe pensioenvoorzieningen ervoor kunnen zorgen dat de genoemde risico's zo goed mogelijk over de verschillende cohorten worden gespreid.

Voor veel landen is de belangrijkste pensioenpijler een *omslagstelsel*. Omdat de uitkeringen aan de huidige gepensioneerden gefinancierd worden uit de collectieve premiebetalingen van de werkenden, is dit systeem uitermate geschikt voor het delen van loonrisico's. Bij vaste premiepercentages stijgen en dalen de premieopbrengsten automatisch met de lonen en worden ouderen op deze wijze ook aan loonrisico's blootgesteld. Als we onverwachte veranderingen in migratiestromen negeren, dan bestaan demografische schokken uit schokken in de vruchtbaarheid en in de levensverwachting. Binnen een omslagstelsel van het DC-type liggen de demografische risico's bij de ouderen: een hogere afhankelijkheidsratio (verhouding gepensioneerden – werkenden) betekent minder pensioen per oudere. Binnen een omslagstelsel van het DB-type liggen de demografische risico's daarentegen bij de jongeren.³

Een nadeel van een omslagstelsel voor pensioenen is dat vooral financiële risico's moeilijk gespreid kunnen worden. *Kapitaalgedekte* pensioenregelingen kunnen deze risico's in potentie goed verdelen over hun deelnemers. In geval van een puur DC-systeem leggen individuen hun premie in hun eigen pensioenpot in en deze individuele pot groeit met het rendement van de beleggingen vanuit deze pot. Uiteindelijk krijgt het individu het geaccumuleerde kapitaal uitgekeerd. Risicodeling beperkt zich dan tot de mogelijkheden die financiële markten daartoe bieden.

Collectieve kapitaalgedekte systemen vergroten de mogelijkheden voor risicodeling tussen cohorten. Bijvoorbeeld, risico's van loonveranderingen kunnen gedeeltelijk doorgesluisd worden naar de gepensioneerden, doordat werkenden een gegeven deel van hun loon als premie betalen en pensioenuitkeringen geïndexeerd kunnen zijn aan de lonen. Risico's in de financiële markten kunnen worden gedeeld doordat de premies of de indexatievoet voor de opgebouwde rechten zich aanpassen, waardoor het effect van de beleggingsresultaten op de pensioenuitkering gedempt wordt. Dit is van belang in de realistische situatie dat jongeren te weinig beleggingsrisico nemen of kunnen nemen, bijvoorbeeld vanwege liquiditeitsrestricties. Wanneer pensioenbesparingen substitueren voor vrije besparingen, kan op deze manier de totale blootstelling van ouderen aan financiële markten risico's worden verkleind (ten opzichte van een systeem met een omslagstelsel of kapitaaldek-

3 We negeren hierbij het mogelijke effect van de demografie op lonen en kapitaalopbrengsten. Deze hangen onder andere af van de mate waarin de economie open is en de grootte van de economie.

king op basis van een individuele DC-regeling). Bij demografische schokken moet een stijging van de levensverwachting gepaard gaan met een stijging van de pensioenleeftijd, om een systematische stijging van de premies of daling van de uitkeringen te voorkomen. Bestaande gepensioneerden zouden hierbij echter ontzien worden, tenzij de hogere pensioenleeftijd gecombineerd wordt met een daling van de opgebouwde rechten. Het is belangrijk om te beseffen dat een collectief pensioensysteem meestal over een financiële buffer beschikt. Deze buffer kan een deel van de schokken opvangen die het pensioenfonds treffen en op die manier ook doorsluizen naar toekomstige cohorten van deelnemers. Hoeveel welvaarts winst de risicodeling via buffers in de praktijk oplevert, is moeilijk te kwantificeren, maar onderzoek dat we hieronder bespreken suggereert dat dit aanzienlijk kan zijn.

3. IGR in de praktijk

3.1 *Het Nederlandse systeem van aanvullende pensioenen*

De pensioenvoorziening in Nederland is langs drie pijlers georganiseerd. De eerste pijler, de AOW, is een publiek gefinancierd systeem waaraan werkenden bijdragen middels een proportionele bijdrage van het loon tot een maximum. Iedere Nederlander krijgt, zodra hij of zij de AOW-leeftijd heeft bereikt, een AOW-uitkering die onafhankelijk is van het arbeidsverleden en die maximaal is na een voldoende lang verblijf in Nederland. Omdat de AOW-uitkeringen gekoppeld zijn aan nettolonen en premiebetalingen een fractie vormen van het brutoloon, delen gepensioneerden in de loonrisico's van de werkenden. De tweede pijler van het Nederlandse pensioensysteem wordt gevormd door de pensioenfonds die de aanvullende pensioenen verzorgen. Deze hebben meestal de vorm van een toegezegde uitkeringsregeling, hoewel beschikbare premiereregelingen aan belang winnen. Ten slotte is er de derde pijler, waarbinnen individuen, fiscaal gefaciliteerd, vrijwillig sparen voor hun (extra) pensioen.

Hoewel de Nederlandse Pensioenwet spreekt over beschikbare premiereregelingen en toegezegde uitkeringen, voldoen deze regelingen (tegenwoordig) allerm minst aan het standaard tekstboek formaat van een DC of een DB-regeling, zoals besproken in Sectie 3. In het geval van de Nederlandse DC-regeling wordt de deelnemer verplicht een vaste annuïteit aan te schaffen bij pensionering. De beprijzing van deze annuïteit mag slechts beperkt rekening houden met individuele karakteristieken, zoals het geslacht, waardoor er onvermijdelijk een overdrachtselement in het systeem van beschikbare premiereregelingen zit. De verplichte aanschaf van de annuïteit betekent een substantieel risico voor de deelnemer, doordat hij afhankelijk is van de stand van de rente en de financiële markten op het moment dat de annuïteit moet worden aangekocht. Desalniettemin is het mogelijk om ook in het geval van een DC-regeling een bepaalde mate van garantie te bieden door tijdens de

opbouw risicovrij te beleggen⁴ of het renterisico af te dekken, hoewel garanties ten koste gaan van het verwachte niveau van de uitkering.

Ook de Nederlandse toegezegde uitkeringsregeling voldoet niet aan het tekstboekconcept van een zuivere DB-regeling. In de eerste plaats is de Nederlandse toegezegde uitkeringsregeling er een waarin pensioenaanspraken en -uitkeringen vastliggen in euro's. Pensioenfondsen hebben er altijd zo veel mogelijk naar gestreefd om de toezeggingen te indexeren aan de prijs- en/of looninflatie. Dat is sinds het begin van deze eeuw steeds lastiger geworden. Het niveau van de premies is zo hoog geworden en de omvang van de premie-inkomsten ten opzichte van het pensioenkapitaal is zo klein geworden, dat het premiebeleid nauwelijks nog gebruikt kan worden om de pensioenuitkeringen te stabiliseren in koopkrachttermen. Verder hebben bedrijven, in het geval van ondernemingspensioenfondsen, zich vaak teruggetrokken als sponsor en beperkt hun bijdrage zich tot een vaste premie (voor een bepaalde periode), in welk geval we spreken van een collectieve DC-regeling. Het onderscheid tussen DC en DB heeft in de Nederlandse context nu meer te maken met de aard van de eigendomsrechten (kapitaal binnen DC en annuïteitpunten binnen DB) dan met de vraag of de premie of de uitkering vast is.

De cruciale input voor het beleid van een pensioenfonds is de dekkingsgraad, gedefinieerd als de verhouding tussen de marktwaarde van de bezittingen van het fonds en de verplichtingen, die onder een voorwaardelijke regeling worden berekend als de tegen de risicovrije marktrente verdisconteerde som van de huidige en toekomstige uitkeringen gebaseerd op het totaal aan huidige opgebouwde aanspraken en rechten. Wanneer de dekkingsgraad voldoende hoog is, worden de opgebouwde aanspraken en rechten geïndexeerd aan de loon- of prijsinflatie over het afgelopen jaar, waardoor wederom alle bestaande generaties delen in de onzekerheid over de lonen en/of inflatie.

Een fonds waarvan de dekkingsgraad beneden de circa 105% daalt – er is dan sprake van een dekkingstekort – moet een korte termijn herstelplan indienen, waarin het fonds een pad, gebaseerd op de beschikbare sturingsinstrumenten, uitzet om het zogenaamde minimaal vereiste eigen vermogen weer te bereiken. Dit pad kent een looptijd van drie tot vijf jaar. Een fonds waarvan de dekkingsgraad beneden de circa 125% daalt, kent een reservetekort dat middels een lange-termijn herstelplan van 15 jaar moet worden weggewerkt.

Een fonds heeft verschillende sturingsinstrumenten om schokken op te vangen en over de verschillende generaties van deelnemers te spreiden. Voor

4 Hiermee kan de grootte van de 'pot' worden vastgelegd bij pensionering, maar niet de hoogte van de uitkering, want die hangt af van de ontwikkeling van de levensverwachting. Deze onzekerheid zou kunnen worden verkleind wanneer het mogelijk zou zijn annuïteiten in een forwardmarkt te kopen.

ondernemingspensioenfondsen is er allereerst de mogelijkheid van bijstoringen van de sponsor, waardoor feitelijk ook de vreemd vermogensverschaffers van de sponsor in het risico delen. Alle pensioenfondsen hebben in principe het premie-instrument waarmee alle werkende cohorten gezamenlijk helpen een schok op te vangen en het indexatie-instrument waarmee alle cohorten deelnemers delen in de schok. Specifiek kan in het geval van een slechte schok de indexatie verlaagd worden waardoor de opgebouwde rechten van alle deelnemers achterblijven, zij het dat de oudere deelnemers met de meeste opbouw het grootste offer brengen. Tegelijk kunnen de premies worden verhoogd zodat de werkenden een extra deel van de aanpassing voor hun rekening nemen. Dit kanaal wordt echter ook steeds minder relevant, zoals hierboven betoogd. Voorts, door een deel van de schok in de buffer te laten lopen, kunnen zelfs toekomstige generaties deelnemers gedwongen worden een deel van de schok te absorberen. De financiële situatie van het fonds moet dit natuurlijk wel toelaten. Wanneer onderdekking na toepassing van een korte termijnplan nog steeds niet is weggewerkt, dan resulteert afstempeling van opgebouwde aanspraken en rechten als ultimum remedium. Economisch gezien is dit niets anders van een negatieve indexatie, waarmee alle deelnemers, maar de oudere het meeste, bijdragen aan het wegwerken van de schok. De beschreven systematiek geldt voor elk type schok dat invloed heeft op de dekkingsgraad, zoals financiële markten schokken en demografische schokken.

Met ingang van 2015 verandert het financiële toezicht kader (FTK) van het systeem van Nederlandse aanvullende pensioenen (zie Rijksoverheid, 2014).⁵ Deze herziening is een gevolg van het in 2010 afgesloten pensioenakkoord om de houdbaarheid van onze aanvullende pensioenen te garanderen. Hierin is ook het premie-instrument gemaximeerd. De demografische ontwikkelingen en de recente financieel-economische crisis hebben duidelijk gemaakt dat houdbaarheid geen vanzelfsprekendheid is. De belangrijkste elementen van het bestaande kader blijven echter aanwezig in het nieuwe FTK. Wat betekent het nieuwe FTK voor IGR via onze aanvullende pensioenen?

Ten eerste zal de berekeningssystematiek van het vereiste eigen vermogen (VEV) aangepast worden, hetgeen tot een stijging van het VEV met gemiddeld ongeveer 5 procentpunten leidt. Deling van risico's met toekomstige deelnemers zal dus op korte termijn lastiger worden, omdat veel fondsen een extra inspanning moeten leveren om hun dekkingsgraad verder op peil te krijgen. Als tweede moeten het toeslagenbeleid en de omstandigheden waaronder gekort zal worden van tevoren worden vastgelegd. Tevens moet er

5 Ten tijde van dit schrijven zijn een aantal laatste wijzigingen voorgesteld door de Tweede Kamer (Wetgevingsoverleg in de Tweede Kamer, Wet aanpassing financieel toetsingkader, 13 oktober 2014). Hierin wordt de herstelperiode 5 jaar in plaats van de hieronder genoemde 10 jaar en wordt het nieuwe FTK pas in 2016 ingevoerd.

van tevoren een financieel crisisplan worden opgesteld. A priori zullen deze laatste elementen de mate van IGR niet beïnvloeden.

Als vierde verandert de herstelsystematiek, waarbij het herstel van het VEV binnen 10 jaar bereikt moet worden. Dit op zich legt een beperking op aan de mate waarin risicodeling tussen cohorten mogelijk is. Als het VEV niet binnen de termijn van 10 jaar bereikt kan worden, dan moeten er direct kortingsmaatregelen genomen worden, die dan wel over tien jaar gespreid kunnen worden. Zolang het fonds niet voldoet aan de VEV-eis moet er elk jaar een nieuw herstelplan worden opgesteld, waarin tevens nieuw opgetreden schokken kunnen worden verwerkt. Waar voorheen het herstelplan een einddatum had, heeft het nu een doorrollend karakter waardoor schokken beter over de cohorten gespreid kunnen worden. De beperking van de risicodeling door verkorting van het lange termijnherstelplan van 15 naar 10 jaar wordt dus deels of geheel ongedaan gemaakt. Wanneer een fonds vijf jaar op een rij een eigen vermogen beneden het minimaal vereiste eigen vermogen heeft, dan moeten er binnen een halfjaar maatregelen genomen worden. Ook dit lijkt bevorderlijk voor versterking van de risicodeling waar voorheen het criterium gold dat maatregelen moesten volgen wanneer twee opeenvolgende jaareinden een te lage actuele dekkingsgraad te zien gaven.

Ten slotte wordt het indexatiebeleid aangepast. Indexatie mag pas worden uitgevoerd bij een dekkingsgraad boven de 110%, terwijl het niveau van de indexatie niet hoger mag liggen dan wat in de toekomst kan worden gegeven. De effecten op IGR zijn a priori niet duidelijk: een sterk positieve schok zal slechts in beperkte mate tot een hogere indexatie leiden waardoor een groter deel van de schok in de buffer loopt. Dit leidt tot meer IGR. Een sterk negatieve schok zal door de verhoogde grens sneller leiden tot het wegvallen van indexatie en dus om die reden een minder negatief effect hebben op de buffer. Voorts kunnen inhaalindexatie en het ongedaan maken van kortingen pas plaatsvinden wanneer de reguliere indexatie volledig kan worden gegeven. Cohorten die slachtoffer worden van een negatieve schok, zien daardoor hun kans op toekomstige compensatie teruglopen. Deze effecten verkleinen de IGR. Daar staat dan echter weer tegenover dat herstel naar het minimaal vereiste eigen vermogen pas hoeft plaats te vinden wanneer het eigen vermogen vijf jaar lang te laag is. Hiermee vervalt het korte termijn herstelplan, hetgeen de IGR vergroot.

3.2 IGR binnen buitenlandse pensioensystemen

Tabel 1 geeft een overzicht van de aard van de pensioenbezittingen in een aantal OESO-landen, ingedeeld naar beschikbare premiereregelingen en toegezegde uitkeringen. Het aantal landen waar beschikbare premiereregelingen voorkomen is groter dan het aantal landen waar toegezegde uitkeringen voorkomen. Toch is er slechts een minderheid van landen waar enkel beschikbare premiereregelingen of enkel toegezegde uitkeringsregelingen

voorkomen. Het onderscheid tussen beschikbare premieregeling en toegezegde uitkering is vaak weer minder scherp dan het standaard onderscheid dat in tekstboeken gemaakt wordt. In een aantal gevallen zijn er minimum garanties binnen beschikbare premieregelingen, zodat er *de facto* toch sprake is van risicodeling. In het geval van toegezegde uitkeringsregelingen is er in enkele gevallen sprake van een hybride regeling waarin de uitkeringsrechten aanpasbaar zijn. Feitelijk is er dan sprake van variabele annuïteiten.

	Beschikbare premie		Toegezegde uitkering	
	Beschermd	Onbeschermd	Traditioneel	Hybride/ gemengd
Australië	0,0	89,4	10,6	0,0
Canada ¹	0,0	3,0	92,0	5,0
Chile	0,0	100,0	0,0	0,0
Denemarken	94,1	0,0	5,9	0,0
Estland ²	0,0	100,0	0,0	0,0
Finland	0,0	0,0	100,0	0,0
Frankrijk ³	0,0	100,0	0,0	0,0
Griekenland	0,0	100,0	0,0	0,0
Hongarije	0,0	100,0	0,0	0,0
IJsland	64,8	9,9	25,3	0,0
Israël	0,0	22,3	77,7	0,0
Italië	28,0	62,0	10,0	0,0
Mexico	0,0	84,1	15,9	0,0
Nieuw-Zeeland	0,0	73,0	27,0	0,0
Noorwegen	0,0	0,0	100,0	0,0
Polen	0,0	100,0	0,0	0,0
Portugal	0,0	6,4	92,2	1,4
Slowakije	0,0	100,0	0,0	0,0
Spanje	0,0	73,1	0,4	26,4
Tsjechië	100,0	0,0	0,0	0,0
Turkije	0,0	45,6	54,4	0,0
V.S.	0,0	39,0	61,0	0,0
Zuid-Korea	17,6	0,0	82,4	0,0
Zwitserland	100,0	0,0	0,0	0,0

Tabel 1. Aandelen van DB, DC en hybride pensioenbezittingen in OESO-landen

Bron: OESO (2012), Tabel A.16. Verder,

- 1 is enkel aanvullende pensioenen;
- 2 is fondsen die gemanaged worden door investeringsmaatschappijen;
- 3 is PERCO (plan d'épargne pour la retraite collectif) regelingen.

In een aantal van de in Tabel 1 genoemde landen vormen kapitaalgedekte pensioenen slechts een klein gedeelte van het totale inkomen tijdens de oude dag. Uitzonderingen zijn, behalve Nederland, Australië, Canada, Denemarken, Finland, IJsland, Israël, het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Zwitserland. Het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten vertonen een nogal divers landschap van kapitaalgedekte regelingen. In de Verenigde Staten zijn DB-regelingen binnen de private sector nagenoeg verdwenen en bouwen werknemers pensioen op via DC-regelingen via hun werkgevers en via vrijwillige individuele pensioenbesparingen. IGR via deze regelingen is dus noodzakelijkerwijs beperkt. De publieke sector wordt wel nog grotendeels gedomineerd door DB-regelingen, maar hier is het de belastingbetaler die alle risico's opvangt. Echter, gemiddeld staan de regelingen er financieel zo slecht voor (Novy-Marx en Rauh, 2011) dat het de vraag is hoe lang dat nog houdbaar is. Bijvoorbeeld, bij het faillissement van de stad Detroit oordeelde de rechtbank dat ook de pensioenen van de ambtenaren kunnen worden gekort (USA Today, 2013). In het Verenigd Koninkrijk zijn veel DB-regelingen gesloten voor nieuwe deelnemers. De nog lopende regelingen kennen een onvoorwaardelijke inflatie-indexatie en een verplichting aan de zijde van de onderneming om de pensioenen te garanderen. Hiermee worden risico's dus vooral afgewenteld op aandeelhouders en (nieuwe) werknemers. Het Deense pensioensysteem staat hoog aangeschreven met een tweede pijler die, net als de Nederlandse, voornamelijk via collectieve arbeidsovereenkomsten op sectorniveau is geregeld. In tegenstelling tot Nederland, zijn deze aanvullende pensioenen van het DC-type. Net als in Nederland zijn de premiebijdragen aftrekbaar van de belastingen (de omkeerregel), terwijl de opbrengsten op de pensioenbezittingen belast worden, waardoor de effecten van financiële markten schokken op werknemers feitelijk gedeeld worden met de bevolking in den brede (zie Chen *et al.*, 2014).

Een belangrijk verschil met Nederland is dat in andere landen het delen van financiële risico's vooral plaatsvindt via publieke systemen, dus via het belastingstelsel en met name dan via de omkeerregel of via nationale pensioensystemen, zoals Canada en Zweden. Van Zweden heeft het notionele DC-systeem internationaal veel aandacht gekregen (zie Holzmann *et al.*, 2012). Hoewel deelnemers in principe hun eigen pensioenrisico's dragen, kent het systeem verschillende elementen waardoor risico's gedeeld worden. Indien nodig, wordt de uitkering uit algemene middelen tot een minimum niveau aangevuld. Pensioenuitkeringen worden gedeeltelijk geïndexeerd tegen prijsinflatie en gedeeltelijk tegen looninflatie, waardoor productiviteitsrisico met gepensioneerden gedeeld wordt. Aanspraken groeien op basis van het gemiddelde loon, waardoor het systeem gevoelig is voor demografische schokken. Deze worden gespreid over meerdere cohorten via een

automatisch evenwichtsmechanisme, gebaseerd op de verhouding tussen de verplichtingen en de toekomstige premiebijdragen.⁶

4. Analyses van IGR in de literatuur

4.1 Algemeen

Analyse van IGR in pensioenregelingen heeft zich in eerste instantie vooral gericht op omslagsystemen. Pas relatief recent is de literatuur aandacht gaan besteden aan IGR binnen kapitaalgedekte pensioensystemen. De literatuur richt zich hierbij vooral op de welvaartswinsten als gevolg van IGR tussen generaties die niet direct met elkaar op de financiële markten kunnen handelen. Bovenberg *et al.* (2007) bestuderen de rol van kapitaalgedekte pensioenen binnen een analyse van het niveau en de allocatie van besparingen over investeringscategorieën. Matsen en Thøgersen (2004) analyseren de optimale relatieve omvang van een op het omslagstelsel gebaseerde pensioenpijler en een kapitaalgedekte pijler. Ze kijken echter niet naar kapitaalgedekte DB-systemen. Teulings en De Vries (2006) bestuderen een kapitaaldekkingssysteem waarbinnen elke generatie zijn eigen pensioenrekening heeft. Belangrijk is dat de auteurs gevallen analyseren waarin individuen al in aandelen kunnen investeren voordat ze worden geboren. Dit is in zekere zin vergelijkbaar met een DB-pensioenfonds waarin nieuwkomers een deel van het herstel moeten dragen. Op deze manier kunnen huidige schokken ook over toekomstige cohorten worden gespreid.

4.2 Kwantificering van de welvaartswinsten van IGR

Het kwantificeren van de welvaartswinsten die gepaard gaan met IGR kan helpen bij het nemen van geïnformeerde beslissingen over het ontwerp van pensioenregelingen. In principe is het hierbij ook nodig om indirecte effecten mee te nemen, zoals verstoringen in het arbeidsaanbod. Artikelen die welvaartseffecten van IGR proberen te kwantificeren baseren zich vaak op de Epstein en Zin (1989) preferenties die aparte parameters hebben voor de intertemporele substitutie-elasticiteit en de risico-houding. Zo'n specificatie is beter in staat (dan de standaard relatieve risicoaversie nutsfunctie) om de hoge risicopremie op aandelen te verklaren.

In het kader van dit artikel zijn we vooral geïnteresseerd in de welvaartseffecten van IGR in DB-kapitaalgedekte regelingen. De kwantificering van deze effecten in de literatuur die we hier bespreken, betreft de winst die verkregen wordt door niet-overlappende generaties te laten meedelen in de risico's. Gollier (2008) berekent deze in een model met een groot aantal over-

6 Auerbach en Lee (2011) simuleren verschillende omslagssystemen, waaronder het Zweedse notionele DC-systeem, en concluderen dat het in welvaartstermen relatief goed presteert.

lappende generaties waarin alle individuele consumptie is geconcentreerd tijdens de pensionering. Uitgedrukt in termen van risicovrij rendement op de inleg is de welvaartswinst ten opzichte van individueel DC in de orde van 0,8%-punt. Het feitelijk gevolg van de IGR is dat iedere afzonderlijke generatie minder blootstelling heeft aan financiële risico's en dat dus een groter deel van de beleggingen van het fonds in risicodragende instrumenten kan worden belegd, zodat het hogere verwachte rendement op deze instrumenten kan worden benut. Cui *et al.* (2011) komen tot een welvaartswinst die equivalent is aan een permanente consumptietoename van 2,3%. Teulings en de Vries (2006) en Bovenberg *et al.* (2007) laten de welvaartswinsten zien wanneer het mogelijk zou zijn voor individuen om al voor ze economisch actief worden optimale spaar- en beleggingsbeslissingen te nemen. In Bovenberg *et al.* (2007) lopen de welvaartswinsten uiteen van een equivalentie van 0,5% permanente consumptietoename wanneer deze beslissingen met één jaar kunnen worden geanticipeerd tot meer dan 8% permanente consumptietoename wanneer ze met 20 jaar kunnen worden geanticipeerd. Restricties op de tekorten die individuen kunnen opbouwen, dempen het welvaartseffect tot circa 3% permanente consumptietoename wanneer het tekort maximaal een half jaarsalaris kan zijn. Bonenkamp en Westerhout (2014) komen, zelfs bij een positieve correlatie tussen looninkomen en aandelenrendementen, tot een welvaartsverbetering van een kapitaalgedekt DB-systeem ten opzichte van een individueel DC-systeem equivalent aan 3% van het looninkomen (bij een relatieve risicoaversie van 5).

5. Beperkingen van IGR

In de realiteit zijn er verschillende beperkingen ten aanzien van de mogelijkheden om risico's tussen cohorten te delen. In deze sectie nemen we de belangrijkste onder de loep. Ondanks deze beperkingen is het in de regel optimaal om een beperkte, maar minder dan maximale, mate van IGR toe te laten.

De eerste beperking is dat arrangementen die IGR in de praktijk kunnen bewerkstelligen vaak leiden tot systematische herverdeling. Dit is bijvoorbeeld het geval voor de Nederlandse bedrijfstakpensioenfondsen, die weliswaar geen systematische herverdeling tussen deelnemers beogen, maar dit toch niet helemaal kunnen vermijden, doordat groepen met verschillende levensverwachting in dezelfde regeling zijn opgenomen.⁷ Als IGR gepaard gaat met een te grote mate van systematische herverdeling, dan ondermijnt dit de bereidheid van sommige groepen om in de regeling deel te nemen.

7 Een toenemende arbeidsmobiliteit kan de ruimte voor herverdeling kleiner maken, doordat degenen die hier nadeel van ondervinden naar een andere werkgever met een andere regeling zouden kunnen overstappen.

Als tweede, kunnen arbeidsinkomen en dividenden gecorreleerd zijn op de langere termijn (zie Benzoni *et al.*, 2007), waardoor de risico's van werkenden en gepensioneerden in hoge mate hetzelfde zijn en de voordelen van IGR via pensioenfondsen beperkt worden (Mehlkopf, 2013). Ten derde, kunnen arbeidsmarktverstoringen beperkingen opwerpen voor IGR. Beetsma *et al.* (2013) laten zien dat een DB-fonds dat geen gebruik kan maken van niet-verstorende premiebijdragen mogelijk niet in staat is om te komen tot optimale IGR. Romp (2013) richt zich op de aanbodzijde van de economie en laat zien dat risicodeling via een pensioenfonds een tijd variërende impliciete belasting genereert. Wanneer de financiële positie van een DB-fonds te wensen over laat, dan moeten deelnemers door het betalen van een hoger-dan-actuaireel-faire premie bijdragen aan het herstel van het fonds, terwijl het omgekeerde het geval is wanneer de financiële positie van het DB-fonds beter is dan nodig. De resulterende negatieve en positieve fluctuaties in het arbeidsaanbod zijn inefficiënt en moeten worden afgewogen tegen de welvaartswinsten die worden verkregen met de IGR. Een toenevende arbeidsmobiliteit en dynamiek van opkomende en verdwijnende sectoren zal de ruimte voor IGR verder beperken, vooral wanneer het de meest mobiele groepen zijn die voor het herstel moeten zorgdragen. Een vierde reden waarom IGR via pensioenfondsen gelimiteerd kan zijn, is dat premie-aanpassingen, die in principe gebruikt kunnen worden om risico's over cohorten te delen, beperkt worden omdat ze een destabiliserend effect hebben op de economie (Van Ewijk, 2005). Dit is vooral relevant wanneer de omvang van het pensioenvermogen groot is ten opzichte van de economie, zoals voor Nederland het geval is.

Een vijfde reden waarom IGR beperkt kan zijn, treedt op wanneer deelname aan een pensioenregeling vrijwillig is. Vrijwillige deelname aan een regeling beperkt de mogelijkheden voor IGR.⁸ De reden is dat de continuïteit van de regeling de aard heeft van een sociaal contract. Deelnemers zijn bereid vrijwillig deel te nemen, omdat de pensioenregeling hun beschermt tegen al te grote negatieve inkomensschokken tijdens pensionering, ervan uitgaande dat toekomstige cohorten om dezelfde reden ook deelnemen. Zelfs wanneer dit laatste het geval is, zal bij een negatieve schok de bijdrage van de werkenden beperkt moeten blijven tot de waarde van dit toekomstige verzekeringselement, anders stappen ze uit het systeem. Vrijwillige deelname in een fonds kan dus beperkingen opleggen aan de mate waarin risico's inter-

8 Individuen zouden kunnen kiezen voor overstap naar een ander fonds of om zelf hun eigen pensioenvoorziening ter hand te nemen, eventueel zelfs door zich als ZZP-er terug te verhuizen aan de oude werkgever. Deze personen delen dan niet meer mee in eventuele negatieve risico's. Een gevolg kan zijn dat de herstellpremies voor de pensioenvoorziening worden afgewenteld op de werkgever.

generationeel gedeeld kunnen worden (Beetsma *et al.*, 2012). Wanneer over de deelnamebereidheid van toekomstige cohorten ook twijfel ontstaat, kan het systeem bij een negatieve huidige schok 'ontrafelen', doordat de huidige werkenden eruit stappen, omdat ze er niet meer zeker van zijn dat, wanneer ze later zelf gepensioneerd zijn, de dan werkenden nog steeds bereid zijn om te betalen voor een eventueel herstel. De onzekerheid over toekomstige deelnamebereidheid neemt toe naarmate de sectordynamiek in de economie toeneemt. Terwijl werkenden een sterkere prikkel krijgen om uit de regeling te stappen naarmate de pensioenbuffers lager zijn, zullen bestaande deelnemers liever geen nieuwe deelnemers toelaten wanneer de buffers erg hoog zijn. De waarde van de buffers voor de bestaande deelnemers is dan groter dan de verzekering tegen een laag pensioeninkomen die de nieuwe deelnemers kunnen bieden. In de jaren 90 was de dekkingsgraad van verschillende pensioenfondsen dusdanig hoog dat deze discussie zeker niet hypothetisch is.

Wanneer overdrachten door politieke interactie bepaald worden, dan zal een efficiënte IGR in het algemeen niet tot stand komen. D'Amato en Galasso (2010) analyseren deze kwestie in detail binnen een overlappende generatiesmodel waarin gestemd wordt over de overdracht van jongeren aan ouderen binnen een omslagsysteem. De meest waarschijnlijke uitkomst hiervan is dat deze overdracht gemiddeld inefficiënt hoog is.⁹ Dit is politiek acceptabel voor de jongeren, omdat ze verwachten later zelf van een inefficiënt hoge overdracht te kunnen profiteren vanwege het feit dat de huidige hoge overdracht ze weinig ruimte geeft om te sparen. De overdrachten zijn ook 'te persistent' in de zin dat ze niet voldoende reageren op de schokken in de financiële markten. De huidige ouderen delen dus onvoldoende in deze schokken. Ook dit accepteren de jongeren, wetende dat dit ook de politieke uitkomst in de toekomst zal zijn.

Ten slotte, wanneer de overheid onder financiële druk staat, kan dat negatieve indirecte effecten hebben op de mogelijkheden om risico's tussen cohorten te delen. Met name in Midden en Oost-Europa hebben stijgende overheidstekorten en -schulden ertoe geleid dat privatiseringen van pensioenen deels tijdelijk (Estland, Letland en Litouwen) of permanent (Polen en Hongarije) zijn teruggedraaid, terwijl in sommige gevallen zelfs pensioenbezittingen zijn onteigend (Hongarije en Argentinië). Dit soort maatregelen heeft een direct ondermijnend effect op de ruimte voor IGR, maar ook een indirect negatief effect doordat het vertrouwen van individuen in kapitaalgedekte systemen wordt ondermijnd en toekomstige vrijwillige deelname wordt bemoeilijkt.

9 Song *et al.* (2012) analyseren overheidsschuld en publieke uitgaven in de context van een politiek-economisch model met herhaalde verkiezingen. Jonge kiezers willen juist budgettaire discipline en een lage overheidsschuld, om ruimte te houden voor toekomstige overheidsuitgaven.

6. Trends en beleidsimplicaties

6.1 Trends

De eerder beschreven literatuur laat zien dat de welvaartswinsten van IGR in potentie behoorlijk groot kunnen zijn. De mogelijkheden om IGR via de aanvullende pensioenen te laten verlopen, worden beïnvloed door vijf trends. Dat is in eerste instantie de aanhoudende vergrijzing. Deze wordt goed beschreven in verschillende rapporten van de Europese Commissie, OECD en de Verenigde Naties. Ten tweede zijn er de veranderingen in de internationale boekhoudkundige regels die eisen dat de pensioenrisico's die ondernemingen lopen op hun balans worden weergegeven. In combinatie met de vergrijzing kunnen deze risico's zo groot worden dat ze de ruimte voor het aantrekken van kapitaal en het doen van investeringen aantasten. Ondernemingen hebben dus een steeds sterkere prikkel om hun pensioenfondsen op afstand te zetten en de pensioenrisico's af te kopen, zoals nu gebeurt bij Nederlandse pensioenfondsen die de switch naar 'collectieve DC' maken. Ten derde is er de mogelijk toenemende arbeidsmobiliteit, zowel binnenlands als over de grenzen, die een grotere mate van overdraagbaarheid van de pensioenen tussen verschillende regelingen eist. Ten vierde, en gerelateerd aan de hiervoor genoemde trend, is er de economische dynamiek in de vorm van sectoren die opkomen en verdwijnen. Dit vergroot het discontinuïteitsrisico, waardoor het vertrouwen in lange-termijn solidariteitsafspraken tussen generaties kan worden uitgehold. Ten slotte valt op dat wijzigingen in het pensioenstelsel vaak samengaan met een versobering van reeds opgebouwde pensioenrechten of dat de overheid 'garant' staat voor pensioentoezeggingen in ruil voor een deel van de pensioenbeleggingen.

6.2 Beleidsimplicaties van trends

Hoe kunnen de Nederlandse aanvullende pensioenregelingen omgaan met de hierboven beschreven trends? De trend richting CDC, waarbij risico's uitsluitend nog via het collectief van de werknemers worden gedeeld, zal waarschijnlijk onverminderd doorgaan. De vraag is sowieso hoeveel extra risicodeling de achtervang van de 'corporate sponsor' nog geeft, gegeven de steeds grotere omvang van de pensioenvermogens ten opzichte van de omvang van de sponsor. De resulterende CDC-regelingen opereren als een bedrijfstakpensioenfonds wat risicodeling betreft en zijn daarmee feitelijk verworpen tot regelingen met variabele annuïteiten gebaseerd op collectieve vermogens die fluctueren met de beleggingsopbrengsten van de fondsen. Het verschil tussen een als CDC opererend ondernemingspensioenfonds en een bedrijfstakpensioenfonds, is dat de laatstgenoemde meer continuïteit geeft, vanwege de beperkte levensverwachting van het bedrijf. We zien dan ook steeds meer ondernemingspensioenfondsen in een bedrijfstakpensioenfonds opgaan. Het beleid zal deze ontwikkeling dus als een gegeven moeten beschouwen.

Als gevolg van de toenemende vergrijzing wordt vaak gesteld dat kapitaalgedekte systemen met collectieve buffers zoals in Nederland gedoemd zijn om ten onder te gaan aan de onbetaalbaarheid ervan en dat het daarom noodzakelijk is over te stappen op individuele DC-regelingen waarbinnen ieder individu zijn of haar eigen rekening heeft. Deze zienswijze wordt nog versterkt doordat men in het buitenland, met name in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten, massaal is overgestapt naar dit soort regelingen, terwijl nieuwe kapitaaldekkingssystemen elders in het algemeen ook DC zijn. Als gevolg hiervan moet IGR elders, in de regel via de overheid, plaatsvinden. Toch is deze zienswijze niet correct. Ook van een individuele DC-regeling wordt de vervangingsratio (verhouding uitkering en gemiddelde loon) uitgehold, zolang de levensverwachting toeneemt, maar de premiebetalingen en pensioeringsdatum gelijk blijven. Binnen elk pensioensysteem dat de verwachte vervangingsratio op het huidige peil wil houden zonder de premies verder te laten oplopen, moet de pensioenleeftijd tenminste in verhouding met de levensverwachting stijgen.¹⁰ Bij een nog snellere stijging van de pensioenleeftijd zou het premie-instrument weer kunnen worden ingezet als risicodelingsinstrument. Dit is ook feitelijk wat de recente versoering van het Witteveenkader doet. Door het beperken van de fiscale aftrekbaarheid van de pensioenpremies worden fondsen gedwongen zowel het opbouwtempo als de premies te verlagen.¹¹

Een stijging van de pensioenrichtleeftijd impliceert overigens ook dat een groeiende groep werknemers het om fysieke (of andere) redenen niet volhoudt om deze te halen. Vroegtijdig uittreden zou financieel niet op het fonds mogen drukken aangezien deze kosten door anderen moeten worden gedragen. Vervroegd uittreden wordt dan niet alleen fysiek, maar ook financieel aantrekkelijk. Diegenen die vervroegd uittreden moeten daarom een annuïtair eerlijke correctie krijgen op hun pensioen.

Houdbaarheid vereist overigens ook dat alle bestaande opbouw, ook die van gepensioneerden, worden aangepast aan veranderingen van de algemene levensverwachting. Immers, de opgebouwde aanspraken en rechten vertegenwoordigen een hogere verdisconteerde waarde aan toekomstige uitkeringen wanneer de levensverwachting stijgt. Door aanpassing van de

10 Zo'n verhoging zou automatisch moeten plaatsvinden volgens een formule die de houdbaarheid op de lange termijn garandeert, iets wat de Europese Commissie (2012) ook propageert. Op deze manier wordt een reguliere politieke strijd vermeden waarvan de uitkomst steeds onzeker is. Sterker, wanneer aanpassingen in de pensioenleeftijd plaatsvinden via automatische kleine jaarlijkse aanpassingen, dan zullen deze aanpassingen geen onderwerp meer zijn van de politieke discussie.

11 Omdat de stijging van de levensverwachting een permanent fenomeen lijkt, ligt ook een automatische koppeling van het Witteveenkader aan de demografische ontwikkelingen voor de hand.

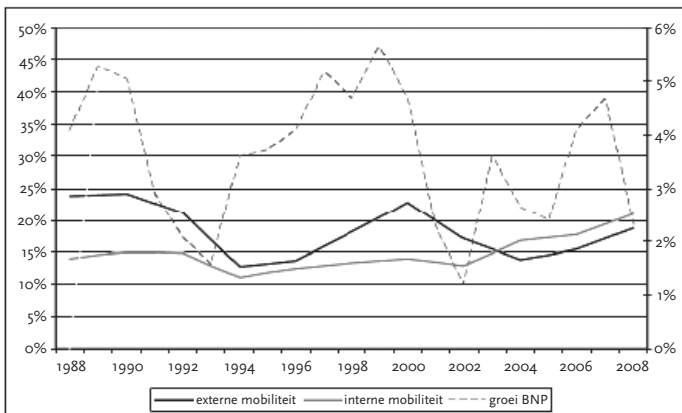
rechten delen gepensioneerden mee in de gevolgen die een verandering van de levensverwachting met zich meebrengt. Het aangepaste FTK komt hieraan tegemoet, doordat veranderingen in de levensverwachting snel doorwerken in de dekkingsgraad van pensioenfondsen en ook vrij snel tot maatregelen moeten leiden, waarbij er ook gekort kan worden op de opbouw.¹²

Van de obstakels voor IGR die in de vorige sectie zijn bediscussieerd zijn er een aantal ook relevant in de Nederlandse context. Het risico van onteigening van opgebouwde pensioenrechten door de overheid lijkt hier kleiner dan in de bovengenoemde landen, doordat pensioenvermogens privaat bezit zijn en eigendomsrechten hier beter gewaarborgd zijn. Discontinuïteitsrisico is wel een aspect dat voldoende aandacht behoeft in het beleid. Het gaat dan om twee mogelijke gevaren van discontinuïteit, namelijk de politieke houdbaarheid van de verplichtstelling en het discontinuïteitsrisico op het niveau van het afzonderlijke fonds. Politieke houdbaarheid eist dat alle deelnemende cohorten het gevoel moeten hebben baat te hebben bij deelname aan de regeling. Systematische herverdeling tussen groepen participanten moet beperkt zijn, hetgeen bevorderd wordt door een zoveel mogelijk homogene samenstelling van het fonds, iets wat ook in ogenschouw moet worden genomen bij de voortgaande consolidatie tussen de fondsen. Voorts moeten schokken op een evenwichtige manier door de verschillende cohorten worden opgevangen. Daar waar het wenselijk is om bepaalde cohorten, zoals de oudere, minder risico toe te delen en andere, zoals de jongere, meer, dan betekent dat dat de laatstgenoemde groep gecompenseerd moet worden met een hoger verwacht rendement op zijn pensioeninleg. Ook moet de bijdrage van nieuw toetredende cohorten aan een eventueel herstel niet groter zijn dan de voordelen van de IGR die de regeling verschaft. Met andere woorden, het verstoringe karakter van de regeling op arbeidsmarktbeslissingen moet beperkt gehouden worden. Het vertrouwen in de regeling zal versterkt worden wanneer de verdelingsregels van tevoren op een transparante manier zijn vastgelegd. In dat opzicht is er met de herziening van het FTK een stap in de goede richting gezet.

Continuïteit op het niveau van de afzonderlijk collectieve kapitaalgedekte fondsen komt het meest onder druk bij een toenemende arbeidsmobiliteit en sectordynamiek. Onderzoek van *AStri* (2011) over de periode 1988-2008 laat overigens geen duidelijke trend zien in de externe baanmobiliteit, d.w.z. door verandering van werkgever (zie Figuur 1). Gegeven verandering van werkgever is de mobiliteit tussen sectoren wel iets toegenomen in de loop der tijd,

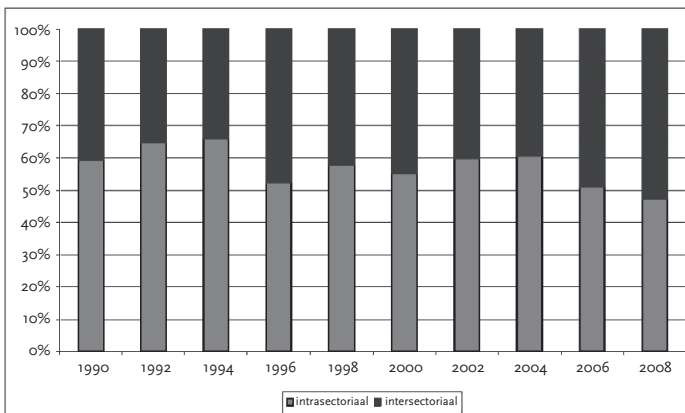
12 Een pervers aspect hierbij is dat levensverwachtingsschokken voor de werkenden in de regel groter zijn dan voor gepensioneerden, waardoor de laatste groep feitelijk een deel van het risico van de eerste groep overneemt. Dit effect is afwezig in individuele DC-regelingen waarbij het opgebouwde vermogen op pensioneringsdatum in een annuïteit wordt omgezet.

hoewel het beeld hier gedomineerd wordt door redelijk grote korte termijn schommelingen (zie Figuur 2). Het onderzoek laat ook zien dat jongere werknemers mobieler zijn dan oudere, hoger opgeleide mobieler dan lager opgeleide, en werknemers met een flexibel of tijdelijk contract mobieler dan werknemers met een vast contract. Het aantal werknemers op een flexibel of tijdelijk contract is gedurende de onderzochte periode ruim verdubbeld, waardoor de gemiddelde mobiliteit van het totale werknemersbestand met 13% is toegenomen. Als we naar de toekomst kijken, is het onduidelijk wat de combinatie van een vergrijzend, maar ook gemiddeld hoger opgeleide werknemersbestand betekent voor de arbeidsmobiliteit, te meer daar de toekomstige krapte op de arbeidsmarkt werkgevers ertoe zal verleiden om weer vaker een vaste aanstelling te geven.



Figuur 1. Externe en interne baan mobiliteit, en groei BNP

Bron: AStri (2011), gebaseerd op OSA-Arbeidsaanbodpanels en CBS.



Figuur 2. Verhouding inter- en intrasectorale externe baanmobiliteit

Bron: AStri (2011), gebaseerd op OSA-Arbeidsaanbodpanels.

Hoe zorgen we ervoor dat collectiviteiten bij toenemende mobiliteit en sector-dynamiek stabiel kunnen blijven? Eén manier is om ze groter te maken, zodat werknemers die van baan veranderen met een grotere kans bij het oorspronkelijke fonds blijven. Er is al een aantal jaren een consolidatieslag gaande tussen pensioenfondsen, hetgeen de stabiliteit bevordert. Een andere manier is door de collectiviteiten homogener te maken, zodat overdrachten als gevolg van verschillen in levensverwachting minimaal blijven. Stabiliteit kan ook worden bevordert door pensioenen meer langs beroepsgroepen te organiseren, zodat iemand die van baan verandert nog steeds bij hetzelfde pensioenfonds blijft en deelnemers dus geen prikkel hebben om van baan te veranderen wanneer het fonds er financieel ongunstig voor staat. Hier kleven echter ook belangrijke praktische bezwaren aan. Hoe nauw of ruim zou een beroepsgroep moeten worden gedefinieerd? Bovendien, in veel gevallen is het niet duidelijk in welke beroepsgroep iemand zou moeten vallen. Ten slotte zal het voor werkgevers lastig zijn om werknemers in verschillende pensioenregelingen te administreren.

Uitgangspunt moet zijn dat de pensioenvoorziening geen belemmering vormt voor de arbeidsmobiliteit, maar ook dat de voorziening niet tot extra mobiliteit leidt omdat werknemers hun bijdrage aan een eventueel herstel proberen te ontlopen.¹³ Dat betekent dat in een eventuele waardeoverdracht de mate van onder- of overdekking op de juiste manier moet zijn verdisconteerd. Het is aan waarderingsspecialisten om uit te rekenen hoe dat op een zodanige wijze kan, zonder dat er substantiële herverdeling optreedt tussen de vertrekkende en blijvende deelnemers. Met dit vermogen worden dan weer op een kostendekkende manier nieuwe aanspraken ingekocht bij het nieuwe fonds, dan wel wordt het in de individuele pot gestort, wanneer de nieuwe werkgever een individuele DC-regeling hanteert. Op dit moment is het meenemen van opgebouwd pensioenvermogen in een situatie van onderdekking van een fonds in principe niet mogelijk, maar a priori zou daar niets op tegen zijn mits er een afslag wordt toegepast die zodanig is dat de switchende deelnemer geen financieel voor- of nadeel ondervindt van de switch.

7. Conclusies

Collectieve pensioenregelingen verschaffen de mogelijkheid om risico's te delen tussen deelnemende cohorten. De literatuur suggereert dat dit kan leiden tot een niet-verwaarloosbare welvaartswinst. Hoewel vaak anders wordt beweerd, is IGR wel degelijk financieel houdbaar, mits de pensioenleeftijd de levensverwachting in collectieve regelingen maar in voldoende

¹³ Binnen een individueel DC-systeem bestaat deze prikkel niet. Het is overigens twijfelachtig of onderdekking van een fonds in de praktijk tot veel arbeidsmobiliteit leidt – een groot deel van het werknemersbestand is zich immers weinig bewust van zijn eigen pensioenvooruitzichten.

mate bijhoudt en de opgebouwde rechten voldoende flexibel zijn voor veranderingen in de levensverwachting. We hebben het dan over hybride systemen waarin gebruik wordt gemaakt van de collectiviteit door risico's breed over alle deelnemende cohorten te spreiden.

De vraag rijst (1) of stabiele private collectieve pensioenregelingen die IGR toelaten nog wel mogelijk zijn en (2) of dit niet beter via de overheid kan worden geregeld via een nationaal pensioenfonds. Zoals hierboven is betoogd, is ons antwoord op de eerste vraag ja, mits de pensioenleeftijd in voldoende mate de levensverwachting bijhoudt. De huidige collectieve regelingen zullen steeds meer het karakter van een CDC-regeling krijgen, waarin de werkgever niet meer in de risico's meedeelt en risico's dus inderdaad uitsluitend tussen de verschillende deelnemerscohorten kunnen worden gedeeld. De belangrijkste bedreiging van IGR is het discontinuïteitsrisico, dat in hoge mate samenhangt met de arbeidsmobiliteit en, gerelateerd, van de dynamiek van sectoren die opkomen en verdwijnen. Uitgangspunt van het beleid moet zijn dat de pensioenregeling enerzijds geen obstakel vormt in dit opzicht, maar anderzijds ook niet leidt tot onnodige extra mobiliteit. Een juiste waardering van het pensioenvermogen dat kan worden overgedragen bij baanverandering zorgt hiervoor en vermijdt een zelf vervullende leegloop van het pensioenfonds. Daarnaast moet de toedeling van risico's aan de verschillende cohorten in voldoende mate expliciet gemaakt worden – het nieuwe FTK geeft een goede stap in die richting – en zouden cohorten die grotere risico's lopen, beloond moeten worden met een hogere indexatie. Op deze manier wordt onzekerheid over de toekomstige pensioenen weggenomen en krijgen de verschillende cohorten de juiste compensatie voor het risico dat ze lopen.

De tweede vraag wordt ingegeven door de vraag of de huidige pensioenfonds de juiste entiteit zijn om risico's te delen, of dat de overheid dit beter kan doen binnen een nationaal pensioenfonds. In onze optiek vormen de huidige privaat georganiseerde fondsen de betere oplossing. Vaak wordt betoogd dat IGR via onze private regelingen gepaard gaat met herverdeling tussen groepen van participanten. Een bepaalde mate van herverdeling is onvermijdelijk, maar herverdeling is het kleinst wanneer het profiel van de deelnemers zoveel mogelijk hetzelfde is. Binnen op bedrijfstakniveau georganiseerde fondsen zal de homogeniteit groter zijn dan binnen een nationaal fonds. Een nationaal fonds is weliswaar stabiel bij toenemende arbeidsmobiliteit, maar daar staat tegenover dat wanneer werknemers van baan veranderen, ze dat toch vooral doen binnen hun eigen sector en dus hun eigen bedrijfstakpensioenfonds. De voortdurende consolidatieslag tussen de pensioenfonds maakt dit probleem sowieso minder prangend. Een specifiek punt van aandacht vormt de groeiende groep van ZZP-ers die vaak in het verleden als werknemer netto-overdrachten hebben gedaan, maar vervolgens op oudere leeftijd niet van de netto-overdrachten van de nieuwe generaties

kunnen profiteren, omdat ze het fonds hebben verlaten. Voor deze groep zou moeten worden onderzocht of ze niet tot pensioeringsdatum bij hun oude fonds kunnen blijven door het voldoen van zowel de werkgevers- als de werknemerspremies.

Er zijn nog andere redenen waarom een switch naar een door de overheid georganiseerd nationaal pensioenfonds met scepsis moet worden bekeken. Pensioenen vormen onderdeel van de secundaire arbeidsvoorwaarden en zijn in eerste instantie een zaak van de sociale partners. Voorts zal de transitie vanuit de huidige situatie erg complex zijn en veel onrust veroorzaken. Bestaande pensioenvermogens moeten worden samengevoegd, om vervolgens te komen tot een verzameling regelingen waarin de verschillende deelnemers moeten worden ondergebracht. Ten slotte worden de eigendomsrechten over de opgebouwde vermogens verzwakt, doordat het voor een overheid in financiële problemen gemakkelijker is om vermogens die ze onder eigen beheer heeft te confisqueren – de bovenbeschreven, recente gebeurtenissen in een aantal landen stemmen wat dat betreft niet optimistisch.

Soms zijn ook onderdelen van ons tweedepijler pensioensysteem onderwerp van discussie. Dat geldt bijvoorbeeld voor de omkeerregel, die van specifiek belang is voor IGR. De omkeerregel maakt het mogelijk de financiële markten risico's die gepensioneerd hebben gelopen tijdens hun opbouwfase te delen met de bevolking in den brede, en met name de huidige werknemers, via de belasting op de pensioenuitkeringen. Feitelijk is de omkeerregel al ingeperkt doordat de fiscaal gefaciliteerde pensioenopbouw wordt afgetopt op een salaris van 100.000 euro. Verdere inperking van de omkeerregel betekent dus een verdere beperking van IGR.

Referenties

- AStri (2011): *Baan-baanmobiliteit: ontwikkelingen in trends en voorkeuren van werknemers en werkgevers*, Rapport in opdracht van Ministerie van SZW.
- Auerbach, A.J. en R. Lee (2011): *Welfare and generational equity in sustainable unfunded pension systems*, Journal of Public Economics, 95(1), 16–27.
- Ball, L. en N.G. Mankiw (2007): *Intergenerational risk sharing in the spirit of Arrow, Debreu, and Rawls, with applications to social security design*, Journal of Political Economy, 115(4), 523–547.
- Beetsma, R. en A.L. Bovenberg (2009): *Pensions and intergenerational risk sharing in general equilibrium*, Economica, 76(302), 364–386.
- Beetsma, R., W.E. Romp en S.J. Vos (2012): *Voluntary participation and intergenerational risk sharing in a funded pension system*, European Economic Review, 56(6), 1310–1324.
- Beetsma, R., W.E. Romp en S.J. Vos (2013): *Intergenerational risk sharing, pensions, and endogenous labour supply in general equilibrium*, Scandinavian Journal of Economics, 115(1), 141–154.

- Benzoni, L., P. Collin-Dufresne en R.S. Goldstein (2007): *Portfolio choice over the life cycle when the stock and labor markets are cointegrated*, The Journal of Finance, 62(5), 2123–2167. doi: 10.1111/j.1540-6261.2007.01271.x
- Bohn, H. (2009): *Intergenerational risk sharing and fiscal policy*, Journal of Monetary Economics, 56(6), 805–816.
- Bonenkamp, J. en E. Westerhout (2014): *Intergenerational risk sharing and endogenous labour supply within funded pension schemes*, Economica 81, 566–592.
- Bovenberg, A.L., R. Koijen, T. Nijman en 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. en C. van Ewijk (2012): *Designing the pension system: Conceptual framework*. In A.L. Bovenberg, C. van Ewijk and E. Westerhout (Eds.): *The future of multi-pillar pensions*, Cambridge University Press, 142–183.
- Chen, D.H.J., R. Beetsma, E. Ponds en W.E. Romp (2014): *Intergenerational risk sharing through funded pensions and public debt*, CESifo Working Paper, No. 4624, Munich.
- Cui, J., F. de Jong en E. Ponds (2011): *Intergenerational risk sharing within funded pension schemes*, Journal of Pension Economics and Finance, 10(1), 1–29.
- D’Amato, M. en V. Galasso (2010): *Political intergenerational risk sharing*, Journal of Public Economics, 94, 628–637.
- Epstein, L.G. en S.E. Zin (1989): *Substitution, risk aversion, and the temporal behavior of consumption and asset returns: A theoretical framework*, Econometrica, 57(4), 937–969.
- Europese Commissie (2012): *White Paper: An Agenda for Adequate, Safe and Sustainable Pensions*, COM(2012) 55 final, Brussels.
- Ewijk, C. van (2005): *Reform of occupational pensions in the Netherlands*, De Economist, 153(3), 331–347.
- Gollier, C. (2008): *Intergenerational risk sharing and risk taking of a pension fund*, Journal of Public Economics, 92(5–6), 1463–1485.
- Gordon, R.H. en H.R. Varian (1998): *Intergenerational risk sharing*, Journal of Public Economics, 37(2), 185–202.
- Holzmann, R., E. Palmer en D. Robalino (2012): *Nonfinancial defined contribution pension schemes in a changing pension world: Volume 1, Progress, lessons, and implementation*, Washington, DC: World Bank.
- Lindbeck, A. en M. Persson (2003): *The gains from pension reform*, Journal of Economic Literature, 41(1), 74–112.
- Matsen, E. en Ø. Thøgersen (2004): *Designing social security - a portfolio choice approach*, European Economic Review, 48(4), 883–904.
- Mehlkopf, R.J. (2013): *Risk sharing with the unborn*, Unpublished doctoral dissertation, Tilburg University.

- Novy-Marx, R. and J. Rauh (2011): *Public pension promises: how big are they and what are they worth?* *Journal of Finance* 66(4), 1207-1245.
- OESO (2012), *OECD Pensions Outlook 2012*, Parijs.
- Romp, W.E. (2013): *Procyclicality of pension fund regulation and behaviour*, Netspar Discussion Paper, No. 11/2013-068.
- Rijksoverheid (2014): *Memorie van toelichting bij herziening FTK*, www.rijksoverheid.nl, 25 juni.
- Song, Z.M., K. Storesletten en F. Zilibotti (2012): *Rotten parents and disciplined children: a politico-economic theory of public expenditure and debt*, *Econometrica* 80(6), 2785-2803.
- Teulings, C.N. en C.G. de Vries (2006): *Generational accounting, solidarity and pension losses*, *De Economist* 154(1), 63-83.
- USA Today (2013): *Judge: Detroit can cut employee pensions*, December 3, <http://www.usatoday.com/story/news/nation/2013/12/03/detroit-bankruptcy-pensions/3852377/>

