

Netspar DESIGN PAPERS

Lans Bovenberg en Casper van Ewijk

Naar een nieuw pensioencontract

Over het failliet van het nominale
pensioencontract en bouwstenen
voor een reëel contract



The background of the page is composed of numerous thin, black, curved lines that sweep across the page from the top left towards the bottom right. These lines vary in curvature and density, creating a sense of movement and depth. The lines are most concentrated in the upper left and lower right corners, with more space between them in the center.

Lans Bovenberg en Casper van Ewijk

Naar een nieuw pensioencontract

Over het failliet van het nominale
pensioencontract en bouwstenen
voor een reëel contract

DESIGN PAPER 01



Netspar

Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Colofon

Design Papers is een uitgave van Netspar
Juli 2011

Redactie

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

Vormgeving

B-more Design
Bladvulling, Tilburg

Drukwerk

Prisma Print, Tilburg University

Redactieadres

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

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

INHOUD

<i>Voorwoord</i>	7
<i>Samenvatting</i>	11
<i>1. Inleiding</i>	12
<i>2. FTK en het probleem van het nominale pensioen</i>	15
<i>3. Eisen aan een nieuw pensioencontract</i>	20
<i>4. Risicodeling tussen generaties</i>	23
<i>5. Spreiding van schokken binnen de levenscyclus: niveaubenadering versus groeivoetbenadering</i>	40
<i>6. Beleggingsbeleid en nominale garanties</i>	44
<i>7. Pensioenambitie en risico: hoeveel pensioenvermogen is nodig voor de adequate pensioenen?</i>	49
<i>8. Conclusies</i>	57
<i>Referenties</i>	60

VOORWOORD

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

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

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

Henk Don

Voorzitter van de Netspar Redactieraad.

Affiliaties

Lans Bovenberg: Tilburg University

Casper van Ewijk: CPB, Universiteit van Amsterdam

De auteurs danken Jan Bonenkamp, Ed Westerhout, Roel Mehlkopf en Theo Nijman voor waardevol commentaar op eerdere versies en Jan Bonenkamp en Roel Mehlkopf voor berekeningen.

NAAR EEN NIEUW PENSIOENCONTRACT

Samenvatting

Deze notitie bespreekt het huidige pensioencontract en beschrijft een aantal bouwstenen van meer robuuste stelsels. Nadat we eerst de problemen van het huidige pensioencontract toelichten, beschrijven we de eisen waaraan een nieuw pensioencontract moet voldoen. Vervolgens bezien we hoe het huidige stelsel en alternatieve systemen beleggingsrisico's verdelen tussen generaties – zowel de generaties die op het moment van de schok deelnemen aan het pensioensysteem als toekomstige generaties. Daarna bespreken we hoe verschillende alternatieve systemen vermogensschokken uitsmeren over consumptie gedurende de levenscyclus. We analyseren ook hoe het dynamische beleggingsbeleid van pensioenfondsen de neerwaartse risico's kan beperken en wat de afwegingen hierbij zijn. Hierbij komen de kosten en baten aan de orde van het zogenoemde combicontract dat nominale minimum garanties biedt door bij forse tegenvallers aandelenrisico terug te nemen. Ten slotte onderzoeken we hoe meer recht kan worden gedaan aan de individuele omstandigheden van deelnemers. Communicatie en individueel risicomanagement komen daarbij ook aan de orde.

1. Inleiding

De belangrijkste redenen waarom het huidige pensioencontract niet langer houdbaar is, kunnen als volgt worden samengevat.

Contract is onhelder en incompleet

Het fundamentele probleem met het huidige contract is dat het onhelder en incompleet is. De deelnemer verkeert daardoor in dubbele onzekerheid: niet alleen de rendementen van het fonds zijn onzeker, maar ook de wijze waarop deze in de toekomst worden verdeeld. Een onhelder contract resulteert in drie hoofdproblemen.¹ Ten eerste: fondsen kunnen geen goed risicomanagementbeleid voeren zonder een helder pensioencontract dat specificiert hoe de risico's over de deelnemers worden toegewezen. Ook kunnen ze het beleid zo niet goed afstemmen op de risicocapaciteit van de deelnemers.² Als niet helder is wie welke risico's draagt, kunnen de fondsen ook niet transparant communiceren over deze risico's. Ten slotte: individuele deelnemers kunnen hun risico's niet goed managen, wanneer individuele eigendomsrechten niet helder gedefinieerd zijn.

Onduidelijkheid over eigenaarschap van risico

Door risico's te verstoppert op de anonieme balans van collectieve pensioenfondsen in plaats van helder te maken wie de individuele eigenaars zijn van dat risico, dreigen de kosten van risico te worden onderschat. Verder dreigt een verwachtingskloof. De

- 1 Een ander probleem is dat bij waardeoverdracht pensioenrechten niet helder kunnen worden gewaardeerd als het pensioencontract de risico's niet helder verdeelt.
- 2 Voor een pleidooi om het beleggingsbeleid af te stemmen op de risicobereidheid en het risicodraagvlak van deelnemers, zie Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer (2010).

deelnemers die na tegenvallers feitelijk eigenaar blijken te zijn van dat risico zonder hierover van tevoren geïnformeerd te zijn, raken het vertrouwen in het pensioenstelsel kwijt.

'One size fits all' niet meer van deze tijd

Het pensioensysteem is onvoldoende meegegaan met veranderingen in de richting van een heterogene en kritische samenleving. Het rigide en uniforme pensioencontract is niet toegesneden op de individuele positie van deelnemers. Nu risico's steeds meer bij deelnemers komen te liggen, is het van groot belang dat deze risico's aansluiten bij de capaciteit van heterogene individuen (en leeftijdsgroepen) om deze risico's op te vangen. Dit kan enerzijds door betere afstemming van de pensioenen op de individuele situatie en anderzijds door meer keuzevrijheid aan de deelnemers te bieden.

Deze notitie

Deze notitie bespreekt het huidige pensioencontract en beschrijft een aantal bouwstenen van meer robuuste stelsels. Met de notitie willen we lijn brengen in de brede kritiek op het bestaande pensioencontract³ en de contouren van een nieuw pensioencontract verkennen.⁴ Nadat paragraaf 2 de problemen van het huidige pensioencontract toelicht, beschrijft paragraaf 3 de eisen waaraan een nieuw pensioencontract moet voldoen. Paragraaf 4 bespreekt vervolgens hoe het huidige stelsel en alternatieve systemen beleggingsrisico's verdelen tussen generaties – zowel de generaties die op het moment van de schok deelnemen aan

3 Zie bijv. Boeijen et al. (2010), Tamerus (2008), Molenaar & Ponds (2010).

4 Voor de kwantitatieve onderbouwing wordt geleund op de – parallel geschreven – technische verkenningen van het nieuwe pensioencontract door Mehlkopf et al. (2011).

het pensioensysteem als toekomstige generaties. Paragraaf 5 gaat vervolgens in op de manier waarop verschillende alternatieve systemen vermogensschokken uitsmeren over consumptie gedurende de levenscyclus. Paragraaf 6 beschrijft hoe het dynamische beleggingsbeleid van pensioenfondsen de neerwaartse risico's kan beperken en wat de afwegingen hierbij zijn. Hierbij komen de kosten en baten aan de orde van het zogenoemde combicontract dat nominale minimum garanties biedt door bij forse tegenvallers aandelenrisico terug te nemen. Paragraaf 7 bespreekt ook hoe meer recht kan worden gedaan aan de individuele omstandigheden van deelnemers. Communicatie en individueel risicomanagement komen daarbij ook aan de orde. Paragraaf 8 zet de belangrijkste conclusies van onze analyse op een rij en bespreekt de gevolgen voor het toezicht.

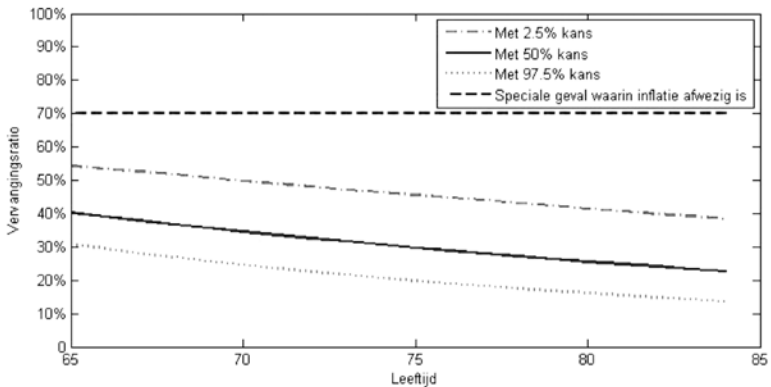
2. FTK en het probleem van het nominale pensioen

Het Nederlandse pensioencontract staat in de traditie van *defined benefit* contracten waarbij de deelnemers zekerheid wordt beloofd over inkomen na pensionering. In Nederland wordt hier een bijzondere invulling aan gegeven. De pensioenopbouw geschiedt in de vorm van nominale aanspraken, terwijl tegelijkertijd een reëel pensioen wordt nagestreefd. Deze ambivalentie is ook terug te vinden in het financieel toetsingskader (FTK). Nominale aanspraken liggen vast in geld en zijn daarmee onderhevig aan waardedaling door inflatie. Of de aanspraken uiteindelijk voldoende zijn voor het gewenste pensioenresultaat, hangt af van de vraag of het fonds in staat is jaarlijks de aanspraken te indexeren aan de prijs- en loonontwikkeling. Hierover bestaat op voorhand geen duidelijkheid. Het huidige FTK richt zich vooral op de nominale opbouw; deze moet met redelijke zekerheid (97,5 procent) kunnen worden waargemaakt. Deze nominale oriëntatie leidt tot een aantal problemen.

1. *Nominale communicatie heeft basis verloren*

De communicatie in termen van nominale aanspraken heeft veel van zijn betekenis verloren nu de indexatie van deze aanspraken tijdens het werkzame leven onzeker geworden is. Deze onzekerheid is aanzienlijk vergroot door de overgang op het middenloonstelsel waardoor het pensioenresultaat nog meer afhankelijk is geworden van indexatie. Een recht zegt weinig meer over het verwachte pensioen in verhouding tot het loon (de zogenaamde vervangingsratio of *replacement rate*) op het moment van pensionering, zeker voor jongeren. Indexatie is steeds meer een stuurinstrument van pensioenfondsen geworden om schokken in beleggingsresultaten op te vangen. Zonder indexatie is er na

Figuur 1: Nominaal pensioen zonder indexatie is schraal en biedt weinig zekerheid



Toelichting. Mediaan (doorgetrokken lijn) voor de vervangingsratio vanuit het perspectief van een 25-jarige uit een doorsnee opbouw van nominale rechten met een opbouw percentage van 1,75 procent. Tevens afgebeeld zijn de 2,5 procent en 97,5 procent kwantilen en het speciale geval waarin de nominale lonen in het geheel niet stijgen. Dat laatste biedt een indicatie voor het geval met volledige indexatie.

(Bron: Mehlkopf et al. , 2011)

dertig jaar looninflatie in termen van het loon nog maar bijna de helft over van de aanvankelijke aanspraak.

Figuur 1 illustreert dit aan de hand van de reële pensioenuitkering die resulteert als er vanaf het 25-ste levensjaar gedurende veertig jaar elk jaar 1,75 procent nominaal pensioen wordt opgebouwd, waarbij de opgebouwde nominale pensioenrechten nooit worden geïndexeerd. Bij volledige indexatie aan de nominale loonstijgingen (hier met 3 procent per jaar aan de lage kant) zou deze pensioenopbouw resulteren in een vervangingsratio⁵ van 70 procent gedurende de gehele uitkeringsfase (zie de vlakke

⁵ De vervangingsratio abstraheert van de eerste pijler (de AOW) en is gedefinieerd als de pensioenuitkering als percentage van de premiebasis (loonsom minus franchise).

gestreepte lijn in Figuur 1). Maar zonder indexatie blijven de aanspraken ieder jaar 3 procent achter bij de lonen, waardoor de vervangingsratio op 65-jarige leeftijd gemiddeld slechts 40 procent van het gemiddelde loon bedraagt. Op 85-jarige leeftijd is deze mediane vervangingsratio door nominale loonstijgingen verder uitgehouden tot 20 procent. Daarnaast resulteert de onzekerheid over de nominale loonontwikkeling in aanzienlijke onzekerheid over de reële waarde van de nominale pensioentoezeggingen (voor het onderliggende inflatie model, zie Mehlkopf e.a. (2011)).

2. Spagaat tussen nominale zekerheid en reële ambitie: onduidelijkheid over de hardheid van nominale aanspraken

Het huidige pensioenstelsel hinkt op twee gedachten, zeker bij de huidige lage nominale dekkingsgraden. Enerzijds moet het huidige pensioencontract nominale zekerheid bieden door het afdekken van de nominale verplichtingen. Anderzijds streven fondsen naar een goed pensioenresultaat, wat juist het nemen van risico vereist.

Deze spagaat tussen nominale zekerheid en reële ambitie is ook terug te vinden in het financieel toetsingskader (FTK). Het FTK merkt alleen de nominale rechten als 'harde' toezeggingen aan en telt het de indexatieambitie niet mee bij de verplichtingen. Tegelijkertijd is het FTK ambivalent in de solvabiliteitseisen die aan nominale toezeggingen worden gesteld, waardoor deze in de praktijk zachter blijken dan algemeen wordt gedacht. Voor pensioenfondsen gelden ruimhartige eisen voor solvabiliteit, namelijk 97,5 procent zekerheid (in combinatie met lange termijnen voor herstel van de dekkingsgraad);⁶ lager dan de zekerheid van 99,5

6 Het gaat hier om de kans om binnen een termijn van een jaar boven een nominale dekkingsgraad van 100 procent te blijven.

procent die aan verzekeraars wordt gesteld. Belangrijker nog is dat pensioenfondsen bij dekkingsgraden onder de 125 procent niet gedwongen worden nominale risico's terug te nemen om zo aan de solvabiliteitseisen te blijven voldoen. Daardoor zakt de zekerheid beneden de 97,5 procent en worden de nominale toezeggingen onzeker.

De huidige crisis leert dat de grote fondsen hun nominale verplichtingen maar zeer ten dele afdekken. Ondanks de lage nominale dekkingsgraad wordt meestal onvoldoende risico teruggenomen om de nominale toezeggingen gestand te kunnen doen. Integendeel, de meest fondsen zien risicovol beleggen als de beste manier om de huidige crisis te boven te komen. Het pensioencontract wordt dus uiteindelijk vooral opgevat als een zacht contract. Dit staat echter in contrast met de beleving van veel deelnemers die nominale zekerheid veelal als hard zien. Deze perceptie is mede gevoed door de communicatie van pensioenfondsen en beleidsmakers in het verleden.

3. Gebrekkige stuurbaarheid

De nominale basis levert ook problemen op door de volatiliteit in de waarde van de nominale aanspraken. De stuurbaarheid van fondsen is afgenomen door het bot worden van het premie-instrument en de toegenomen volatiliteit van financiële markten. Terwijl het risicodragende kapitaal is afgenomen, zijn de risico's toegenomen. Hoewel met de overgang naar het middelloonstelsel ook de indexatie van de pensioenrechten van actieven voorwaardelijk is geworden, blijkt het indexatie-instrument onvoldoende effectief om de dekkingsgraad binnen het huidige nominale financieel toetsingskader te beheersen. Zelf bij een maximale indexatiekorting, dat wil zeggen 0 procent indexatie in plaats van 100 procent indexatie, worden de verplichtingen

slechts met de omvang van de loonstijging beperkt, dus op z'n hoogst met 3 à 4 procent. Dat steekt schril af bij de volatiliteit van de aandelenkoersen en de nominale rente die de dekkingsgraad binnen de tijdspanne van een jaar gemakkelijk met 10 tot 20 procent doet bewegen. Als gevolg daarvan komen fondsen te vaak in ongewenste situaties, waardoor spanningen worden vergroot en risico's teveel worden doorgeschoven naar de toekomst. Het indexatie-instrument is niet alleen onvoldoende effectief, maar bovendien afhankelijk van de toevallige hoogte van de inflatie in een bepaald jaar.

Het probleem van de gebrekkige stuurbaarheid wordt versterkt, omdat slechts gerealiseerde indexatiekortingen de balans van pensioenfondsen beïnvloeden; te verwachten toekomstige indexatiekortingen worden zowel voor de deelnemer als voor het fonds buiten beeld gehouden. Dit is mede het gevolg van de perverse prikkel in het financieel toezichtkader om alle toekomstige indexatietoezeggingen als 'zacht' te beschouwen en daarmee ook de kortingen op die indexatie. Zo zijn door de kredietcrisis de pensioenrechten tot nu toe met gemiddeld 4 procent gekort; de grootste kortingen liggen echter nog in het verschiet. Bij een gemiddeld herstel loopt de totale indexatiekorting op tot bijna 15 procent.⁷ Dit valt echter niet terug te vinden in de boeken van pensioenfondsen en op de individuele pensioenoverzichten.

7 Zie Van Ewijk en Teulings (2011).

3. Eisen aan een nieuw pensioencontract

Het nieuwe pensioencontract moet de goede elementen uit het huidige pensioencontract koesteren en de zwakke elementen hervormen. Behoud van het goede houdt onder meer in dat de schokken evenwichtig gespreid worden door de noodzakelijke aanpassing van de pensioenen zoveel mogelijk uit te smeren in de tijd en over deelnemers. Het huidige systeem van indexatie en collectieve buffers zorgt voor geleidelijke aanpassing van de pensioenuitkeringen. Door lange hersteltermijnen en de inzet van het collectieve premie-instrument worden de risico's vooral bij de actieven gelegd en kan aan de gepensioneerden relatief veel zekerheid worden geboden. Bij slechte beleggingsrendementen zijn jongeren solidair met ouderen door in te teren op de collectieve buffers en door de premie te verhogen; bij goede beleggingsrendementen zijn ouderen solidair met jongeren door grotere buffers na te laten. Een ander sterk punt van het huidige pensioencontract is de koppeling van de pensioenen aan de lonen. Dit zorgt voor solidariteit tussen gepensioneerden en werkenden. Ouderen delen in de inkomensontwikkeling van de jongeren, ook als deze hoger of lager uitvalt dan verwacht. De ouderen nemen zo een deel van het risico op het menselijk kapitaal van de jongeren over; net zoals de jongeren via het pensioenstelsel delen in de financiële risico's van de ouderen.

Nieuwe pensioencontracten moeten de eerder besproken zwakten in het huidige pensioencontract ongedaan maken. Dus concreet:

1. Completeren van het pensioencontract door risico's expliciet toe te wijzen.

Dit door eenduidige regels die vastleggen hoe in de toekomst met schokken wordt omgegaan en wie deze risico's draagt.

Ook over de toekomstige beleggingsmix moet helderheid wordt verschaft. Door de risico's 'hard' toe te delen wordt ook de sturing van de dekkingsgraad veel effectiever dan nu het geval is. Wanneer de risico's voor 100 procent aan huidige deelnemers worden toebedeeld, dan is de dekkingsgraad zelfs altijd gelijk aan 100 procent. Dit is van toepassing bij 'gesloten' systemen. In een 'open' systeem wordt een deel van de schokken gedeeld met toekomstige deelnemers. Dit komt tot uitdrukking in de dekkingsgraad die kan afwijken van 100 procent, die zo een maatstaf vormt voor de solidariteit met toekomstige generaties.⁸

2. *Loslaten van de communicatie in termen van nominale grootheden en het aanbrengen van een focus op reële pensioenambitie.*

Aan deelnemers moet inzicht worden verschaft in het verwachte pensioenresultaat in relatie tot het verwachte loon (de vervangingsratio) bij pensionering. Alleen dan is verantwoorde financiële planning over de levenscyclus mogelijk.

3. *Door de overgang op reële kaders voor pensioenen wordt de spagaat tussen nominale zekerheid en reële ambitie opgeheven.*

Het beleggingsbeleid kan worden afgestemd op een goede balans tussen de hoogte van het verwachte reële pensioenresultaat en de bandbreedte daaromheen als gevolg van mismatchrisico.

- 8 Deze dekkingsgraad staat ook wel bekend als de solidariteitsdekkingsgraad. Deze maatstaf is het totale vermogen ten opzichte van aan huidige deelnemers toegewezen pensioenvermogen. Daarnaast is er een solvabiliteitsdekkingsgraad die het totale vermogen meet ten opzichte van de marktwaarde van harde garanties. Voor een uitgebreide bespreking van deze concepten en hun rol in het toezicht, zie Nijman en Bovenberg (2011). Zie ook Box 2 in de volgende paragraaf voor het onderscheid tussen open en gesloten contracten.

Bij de invulling van het pensioen contract moeten vier belangrijke keuzen worden gemaakt:

1. Hoe worden schokken verdeeld binnen de huidige generaties en tussen huidige en toekomstige deelnemers?
2. Hoe worden schokken gespreid over de individuele levenscyclus? Worden uitbetaalde pensioenen bij schokken direct aangepast (niveaubenadering) of gebeurt dat geleidelijk (groeivoetbenadering)?
3. Is het mogelijk (en wenselijk) om minimumgaranties in het pensioencontract op te nemen? En hoe kunnen deze garanties in het beleggingsbeleid worden waargemaakt?
4. Hoeveel beleggingsrisico wordt er genomen en hoe varieert dit met de positie van het fonds? Is er sprake van garanties waarbij men na zware negatieve schokken risico terugneemt?

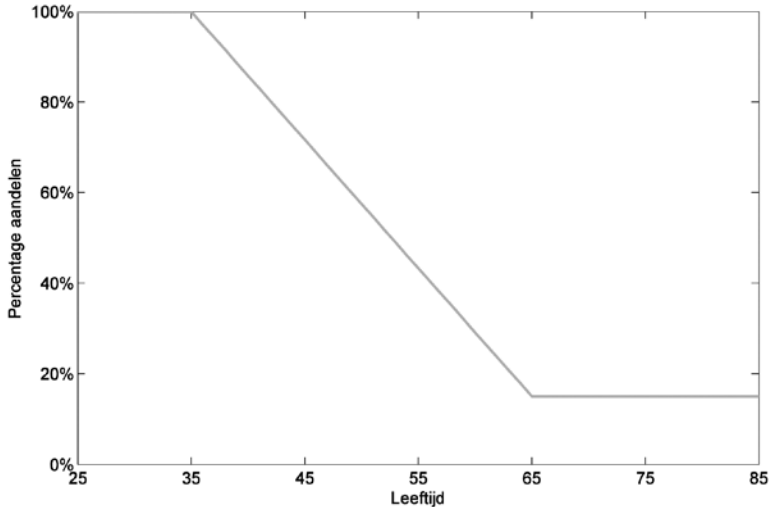
In de volgende secties worden ieder van deze dimensies nader uitgewerkt. Ten slotte besteden wij ook aandacht aan de vormgeving van het pensioencontract, in het bijzonder het onderscheid tussen open en gesloten pensioencontracten, en de eisen die daaruit voortvloeien voor het toezicht.

4. Risicodeling tussen generaties

Pensioenfondsen zorgen voor herverdeling van risico's tussen generaties door een deel van de financiële risico's van ouderen naar jongeren te schuiven. Verder laten ze de ouderen – via de koppeling van pensioenen aan de loonontwikkeling – delen in de risico's op het menselijk kapitaal van de jongeren. Dit levert voor allen welvaartswinst op. Een eenvoudige regel uit de economische theorie is dat alle individuen, jong en oud, een gelijke verdeling van hun (brede) portefeuille hebben in menselijk kapitaal en financieel kapitaal: zeg 85 procent menselijk kapitaal en 15 procent financieel kapitaal. Deze getallen komen overeen met het maatschappelijk gemiddelde.⁹ Anders gezegd: ieder individu deelt dan voor 85 procent in de risico's op menselijk kapitaal en voor 15 procent in de financiële risico's. Om dit te bereiken moeten pensioenfondsen ervoor zorgen dat de exposure aan financiële risico's voor ouderen aanzienlijk wordt teruggebracht. Het pensioen zou slechts voor 15 procent afhankelijk moeten zijn van financiële rendementen, en voor 85 procent van de loonontwikkeling. Dat geldt voor het totale pensioen, dus inclusief de AOW, dat volledig gekoppeld is aan de lonen. Dit betekent dat het pensioen niet volledig risicovrij is; ook de ouderen delen in de maatschappelijke risico's. Wel zorgt koppeling aan de lonen meestal voor een stabielere verloop dan koppeling aan de financiële rendementen.

9 De waarde van het geaggregeerde menselijk kapitaal is berekend als de constante waarde van alle looninkomens van nu tot in de verre toekomst. De waarde van het fysieke kapitaal is som van alle kapitaalgoederen. Dit moet in een gesloten wereld ook overeenkomen met de netto waarde van het financiële kapitaal. Overigens bestaat het totale inkomen in Nederland ook voor 80 à 85 procent uit looninkomen en voor de resterende 15 à 20 procent uit winstinkomen. Zie ook Bovenberg en Van Ewijk (2011a).

Figuur 2: Life cycle beleggen: percentage aandelen in de financiële portefeuille.



Deze risicoverdeling wordt ook wel geïllustreerd met het beginsel van life cycle beleggen, zie figuur 2. Jongeren starten hier met een financiële portefeuille gedomineerd door aandelen. De portefeuille verandert gedurende het werkzame leven geleidelijk naar een portefeuille die grotendeels uit obligaties bestaat. In dit voorbeeld daalt de aandelen *exposure* van 100 procent voor de jongsten en deze *exposure* daalt tot 20 procent voor ouderen. Ook ouderen blijven dus enig beleggingsrisico dragen. De invulling van de getallen in deze figuur dient slechts ter illustratie.¹⁰ Het idee achter deze vorm is dat individuen een vast percentage (hier 20 procent) van hun totale vermogen, dus de som van het financiële vermogen en menselijk vermogen (de verdien capaciteit

¹⁰ Voor nadere beschouwing zie bijv, Bovenberg & Van Ewijk (2011a)

door arbeid), als aandelen willen aanhouden. In de eerste jaren zijn de opgebouwde pensioenbesparingen nog zo gering dat al het geld (of liefst nog meer dan dat) in aandelen gestopt moet worden. Vanaf een zekere leeftijd, wanneer het financiële vermogen groot genoeg is, begint het aandelenexposure te dalen in lijn met het dalende menselijk vermogen. Vanaf 65 jaar is het menselijk vermogen nihil, en blijft het aandelenbezit op 20 procent gehandhaafd.

Een dergelijk levenscycluspatroon kunnen mensen op individuele basis kiezen door met het ouder worden een steeds defensievere beleggingsportefeuille aan te houden. Maar eenzelfde patroon kunnen ook gerealiseerd worden in een collectief pensioencontract door de risico's te concentreren bij de jongeren en meer zekerheid te verschaffen aan ouderen. De gewenste risicoverdeling kan dus zowel worden benaderd vanuit een individueel beleggingsprofiel op basis van life cycle beleggen als vanuit de verdeling van risico's in een collectief contract met een ongedeeld collectief beleggingsdepot. Een punt van aandacht daarbij is wel dat tegenover het hogere risico in jonge jaren ook een hoger verwacht rendement moet staan; dat gaat vanzelf in een individueel stelsel (in de vorm van een relatief hoge verwachte pensioenopbouw) maar is in een collectief stelsel niet vanzelfsprekend.¹¹

Tabel 1 laat zien dat leeftijdsafhankelijk beleggen de afruil tussen risico en rendement verbetert. Vergeleken met een constante beleggingsmix waarin de fractie aandelen op 40

11 Een argument om jongeren geen marktconforme beloning te geven in een collectief stelsel is dat jongeren bereid zijn risico's te dragen tegen een prijs die onder de marktprijs ligt. Zij zijn immers (vanwege restricties op lenen zonder collateraal (onderpand) vanwege de beperkte aansprakelijkheid van menselijk kapitaal) zelf niet in staat hun gewenste risico exposure op de financiële markten op te bouwen.

Tabel 1: Levenscycluspatroon in beleggingen voordelig: Kenmerken van de vervangingsratio op 75-jarige leeftijd voor drie verschillende beleggingsstrategieën gezien vanuit een 25-jarige deelnemer

	Life-cycle beleggingsmix (fractie aandelen daalt van 100% naar 20%)	Constante beleggingsmix (fractie aandelen constant op 40%)	Constante beleggingsmix waarin de fractie aandelen constant op 20%
Gemiddelde vervangingsratio (mediaan)	80.1%	78.4%	61.1%
Kwantielen vervangingsratio			
• Met 99% kans	28.0%	26.1%	32.5%
• Met 97.5% kans	31.7%	29.5%	35.2%
• Met 90% kans	41.1%	40.1%	41.9%
• Met 75% kans	52.8%	51.7%	49.0%
Standaarddeviatie relatieve verandering in vervangingsratio tijdens pensionering			
• Over periode van 1 jaar	5.2%	8.8%	5.2%
• Over periode van 10 jaar	15.9%	26.8%	15.9%

Bron: Mehlkopf et al. (2011).

procent ligt (zie de tweede kolom van de tabel), resulteert leeftijdsafhankelijk beleggen (zie de eerste kolom) zowel in een hoger verwachte pensioenresultaat als een lager neerwaarts risico (gezien vanuit het perspectief van een 25-jarige). Dit betere resultaat is te danken aan een betere spreiding van de te nemen risico's over de levenscyclus; het is immers beter in elke periode een beetje risico te nemen dan in één periode een heleboel risico.¹² Leeftijdsafhankelijk beleggen blijkt vooral veel op te leveren in termen van het beperken van de onverwachte veranderingen

¹² Hierbij is verondersteld dat het menselijk kapitaal risicovrij is; in praktijk is het voordeel van levenscyclus beleggen kleiner omdat menselijk kapitaal (lonen) covariëren met financieel kapitaal (winsten).

in de vervangingsratio tijdens de pensioenperiode, zoals valt af te lezen uit de onderste helft van de tabel. De standaarddeviatie tijdens pensionering is aanzienlijk kleiner bij life cycle beleggen. Dit is met name een groot voordeel als gepensioneerden moeite hebben om hun bestedingspatroon snel aan te passen aan schokken. Het op korte termijn rigide bestedingspatroon wordt ook wel *habit formation* genoemd.

De derde kolom van de tabel illustreert dat leeftijdsdifferentiatie belangrijk is voor jongeren in een vergrijsd pensioenfonds. Een vergrijsd pensioenfonds hanteert een relatief conservatieve beleggingsmix (slechts 20 procent aandelen in dit geval) om de volatiliteit van pensioenuitkeringen voor de gepensioneerden te beperken. Maar de werkenden kunnen daardoor niet goed profiteren van de risicopremie op aandelen zodat hun verwachte pensioenresultaat aanzienlijk lager ligt. Door de lagere gemiddelde rendementen is het verwachte pensioenresultaat flink lager, namelijk 61,1 procent in plaats van 80,1 procent.

Risicoverdeling in het huidige pensioencontract

Figuur 3 illustreert hoe het huidige pensioencontract de recente schok van de kredietcrisis verdeelt over verschillende generaties.¹³ Dit biedt een indicatie van de wijze waarop het huidige contract de risico's effectief over jongeren en ouderen verdeelt. De figuur geeft aan hoeveel iedere generatie aan koopkracht inlevert als gevolg van de daling van de dekkingsgraad van 145 procent in begin 2008 naar 105 procent begin 2011. De doorgetrokken lijn

13 Zie ook Bonenkamp e.a. (2010). In alle varianten herstelt de dekkingsgraad zich uiteindelijk naar 145; zij voldoen ook aan de toezichteisen waarbij in 2013 een minimale dekking van 105 vereist is en in 2023 van 125. Er is gerekend met een nominaal rendement van 5 procent, inflatie van 2 procent, loonstijging van 3,7 procent en een resterende levensverwachting op 65-jarige leeftijd van 87,5 jaar in 2060.

Figuur 3: Verdeling van de pensioenschok over deelnemers naar geboortjaar



geeft de verdeling van deze schok weer voor iedere jaargang uitgedrukt in het percentage koopkrachtverlies over de resterende levenscyclus. Hieruit blijkt dat de generaties die geboren zijn rond 1945, het meeste inleveren. Zij gaan er ruim 6 procent in koopkracht op achteruit. De reden van dit relatief grote verlies voor deze generaties is dat zij veel pensioenrechten hebben opgebouwd, waardoor de indexatiekortingen zwaar aantikken. Bovendien betalen zij nog een tijd mee aan de hogere pensioenpremies. De oudste gepensioneerden worden relatief ontzien; zij maken nog maar een deel van de te verwachten indexatiekortingen mee en hoeven geen hogere premie te betalen. Ook de jongeren worden ontzien; zij hebben nog maar beperkt rechten opgebouwd. Zij delen vooral in de schok door de - tijdelijk - hogere pensioenpremie.

De stippellijn geeft de theoretische benchmark weer van volledige 'risicosolidariteit' waarbij alle huidige deelnemers evenveel

inleveren. In dat geval zouden alle huidige deelnemers ongeveer 3 procent inleveren. Dit is in de praktijk niet eenvoudig te realiseren. Er bestaan goede argumenten om de oudsten aan minder risico bloot te stellen dan in de theoretische benchmark. Ouderen kunnen hun bestedingsgewoonten tijdens pensioen namelijk minder makkelijk aanpassen dan jongeren omdat ouderen minder tijd hebben om zich in te stellen op een ander bestedingspatroon en hun bestedingsgewoonten aan te passen. Ook de risicocapaciteit van jongeren is beperkt. Hoewel jongeren in beginsel gebaat zijn bij een hoog risico en een bijpassend hoog rendement, is dat moeilijk te realiseren. Zij hebben tenslotte nog maar weinig pensioenrechten opgebouwd en kunnen dus ook weinig rechten verliezen als zich neerwaartse risico's voordoen. Ook kunnen jongeren zich bij tegenvallers proberen te onttrekken aan de solidariteit, bijvoorbeeld door elders te gaan werken of door als ZZP'er aan de slag te gaan. Box 1 geeft aan dat de overheid kan helpen om jongeren in de risicodeling te betrekken.

Box 1. De overheid kan pensioenfondsen helpen bij risicodeling

De overheid kan ook een ondersteunende rol vervullen voor de risicodeling door pensioenfondsen. Een belangrijk probleem voor pensioenfondsen betreft het mismatchrisico van welvaartsvaste pensioenen. Wanneer de risicocapaciteit van de jongeren binnen het fonds beperkt is (bijvoorbeeld omdat er geen herstellpremies kunnen worden geheven of omdat de fondsen te sterk vergrijsd zijn) dan is er feitelijk maar één oplossing om ouderen welvaartsvaste uitkeringen te verschaffen: het creëren van een markt voor loon-geïndexeerde obligaties door de overheid. Op deze manier stelt

de overheid de pensioensector in staat om tijdens de uitkeringsfase meer 'zekerheid' te bieden. Het verschil met de AOW is dat de overheid hierbij een marktconforme vergoeding krijgt voor de loon-geïndexeerde obligaties. Er vindt dus geen herverdeling plaats ten laste van de belastingbetaler. In feite is sprake van een geprijsde 'garantie' (onvoorwaardelijke loonindexering). Het uitgeven van obligaties kan ook helpen bij het toezicht op pensioenfondsen en het waarden van pensioenrechten.

Een alternatief is dat de overheid het loonrisico verhandelbaar maakt via risicoswaps; de overheid kan loonrisico van pensioenfondsen afdekken door dat risico te ruilen tegen beleggingsrisico's. Concreet betekent dit dat de overheid pensioenfondsen betaalt als de lonen hoger uitvallen dan verwacht, terwijl de fondsen aan de overheid betalen als de rendementen in de economie (gemeten met de AEX of de MSCI) hoger uitvallen dan verwacht, en omgekeerd bij tegenvallers. Het voordeel van swaps is dat de overheid geen overheidsschuld hoeft uit te geven. Het nadeel is dat de prijsvorming voor swaps minder transparant is dan op de markt voor verhandelbare overheidsobligaties en de markt voor swaps minder liquide is.

Figuur 3 biedt ook inzicht in de effecten van de afzonderlijke instrumenten op de risicodeling. In de eerste plaats laat de figuur zien dat effectieve risicodeling met jonge en toekomstige deelnemers alleen mogelijk is via het premie-instrument. Het geheel loslaten van dit instrument betekent dat risico's onherroepelijk bij de huidige deelnemers komen te liggen, en dan vooral de 40-plussers die voldoende pensioenaanspraken hebben opge-

bouwd. Dit blijkt uit de figuur door de doorgetrokken lijn van het huidige contract (met enige mate van premiestuur) te vergelijken met het contract dat louter vertrouwd op het indexatie-instrument. De oudsten worden ook bij het indexatie-instrument nog wel ontzien; dat komt door lange termijn waarover de indexatie-kortingen worden uitgesmeerd.

Bij een kortere hersteltermijn neemt deze bescherming van de ouderen af. In het uiterste geval – wanneer meevallers en tegenvallers direct worden afgerekend proportioneel met de opgebouwde rechten – verdwijnt de bescherming van de oudsten geheel. Dat wordt geïllustreerd door de lijn 'uniform afboeken.' Hierbij worden de rechten direct voor alle deelnemers met hetzelfde percentage afgeboekt zodat onmiddellijk herstel van de dekkingsgraad plaatsvindt. Het koopkrachtverlies voor alle gepensioneerden loopt in dat geval op tot 14 procent voor de rest van de levenscyclus.

Huidig pensioencontract gekenmerkt door leeftijdsdifferentiatie

Figuur 3 drukt de risicoverdeling uit in koopkracht over de resterende levenscyclus. Tabel 2 laat de risicoverdeling op een alternatieve manier zien, namelijk als de impliciete aandelen exposure van de opgebouwde pensioenrechten. We gaan hierbij uit van een aandelenexposure van het pensioen fonds als geheel van 50 %. We bezien dan wat er gebeurt met de koopkracht van de verschillende cohorten als de waarde van de aandelen zakt met 100 %. We berekenen de generatie-specifieke verandering van de verdisconteerde koopkracht dan als percentage van de waarde van de opgebouwde pensioenrechten (in plaats van als percentage van het initiële totale vermogen, inclusief het menselijk kapitaal, zoals in Figuur 3).

Tabel 2: Impliciete aandelen-exposure voor jongeren ook in huidige pensioencontract groter dan voor ouderen

	Direct herstel	Korte hersteltermijn, zonder premie-instrument	Korte hersteltermijn, met premie-instrument	Lange hersteltermijn, zonder premie-instrument	Lange hersteltermijn, met premie-instrument
35-jarige	50%	76%	152%	126%	209%
55-jarige	50%	68%	59%	72%	57%
75-jarige	50%	33%	18%	20%	10%

Tabel 2 laat zien dat het huidige pensioencontract aanzienlijke leeftijdsdifferentiatie kent ondanks de doorsneepremie, de doorsnee-opbouw en voor iedereen gelijke indexatie(kortingen). Wij onderscheiden vijf herstelstrategieën al naar gelang de hersteltermijn en het instrument dat wordt ingezet. De eerste kolom geeft het beleid van direct afboeken weer; hier wordt iedereen even hard aangeslagen en komt voor iedereen de impliciete aandelen-exposure overeen met die van het fonds. Bij dit herstelbeleid worden risico's meer bij ouderen gelegd en is de risico-exposure van jongeren beperkt. In de tweede variant vindt de aanpassing geleidelijker plaats en wordt steeds 1/3 van het overschot of tekort van het fonds in de rechten verrekend. Door de tragere aanpassing worden ouderen ontzien en komt een groter deel van de last bij jongeren te liggen. Dat wordt verder versterkt als naast de aanpassing van de rechten ook het premie-instrument wordt ingezet (ieder voor de helft van het tekort, bij weer een herstelsnelheid van 1/3),¹⁴ In de vierde en vijfde kolom wordt de

14 Dat premiestuurlen een effectieve verschuiving geeft in de verdeling van de risico's wordt ook gevonden in Van Ewijk en Teulings (2011) en OECD (2010). Volgens de laatste studie kan herstel volledig worden bereikt door een premieverhoging met 4,6 procentpunten, terwijl het huidige pensioencontract met indexatiestafel een premieverhoging van 3.1 procentpunten impliceert bij een indexatiekorting van cumulatief 5%. In de berekeningen in de voorliggende

aanpassingstermijn nog langer, doordat jaarlijks 1/7 van tekorten en overschotten wordt goedge maakt, in de vierde kolom door aanpassing van de rechten en in de vijfde kolom weer door een combinatie van rechten- en premieaanpassing. De aandelenexposure voor jongeren komt in dit laatste geval ruim boven de 100 procent te liggen van hun opgebouwde pensioenrechten.

Tabel 3 geeft een uitsplitsing van de impliciete aandelenexposure naar deze drie factoren. In de eerste plaats is daar de termijn waarover indexatiekortingen op de huidige rechten worden uitgesmeerd. Bij een lange hersteltermijn maken de oudere generaties met een korte resterende levensverwachting niet alle indexatiekortingen mee. Bovendien worden de reële uitkeringen aan gepensioneerden slechts geleidelijk aangetast, terwijl jongeren de hele uitkeringsperiode te maken hebben met het volledige effect van de indexatiekortingen. In de tweede plaats delen de tijdens de hersteltermijn nieuw op te bouwen pensioenrechten in de indexatie kortingen. Dit betekent dat de werkenden die nog nieuwe pensioenrechten opbouwen, relatief zwaar worden getroffen (in termen van het verlies ten opzichte van hun opgebouwde pensioenrechten op het moment van de schok). In de derde plaats verschuiven de herstelpremies de risicoverdeling nog verder naar de werkenden en toekomstige deelnemers. Voor de jongsten weegt de derde factor kwantitatief het zwaarst, voor de oudere actieven en de gepensioneerden telt vooral de indexatie van de huidige opbouw. Tabel 3 illustreert dat het zonder premie-instrument moeilijk is om de risico's voor jongeren op het gewenste peil te krijgen.

notitie is premiestuur iets minder effectief omdat hier met een stationaire bevolking – en dus gemiddeld oudere – wordt gewerkt.

Tabel 3: Decompositie van de impliciete aandelen exposure

	35 jarige	55 jarige	75 jarige
Totale indirecte aandelen exposure	152%	59%	18%
waarvan via huidige opbouw	42%	39%	18%
waarvan via toekomstige opbouw	11%	3%	0%
waarvan via premie instrument	99%	17%	0%

Tabel 3: Decompositie van de impliciete aandelen exposure bij een uniform pensioenbeleid met herstelbeleid. Berekening gebaseerd op lange hersteltermijn (een derde deel van overschot of tekort wordt jaarlijks verrekend, waarvan helft via aanpassing rechten en helft via premie instrument).

Efficiënter door aanpassing van aanspraken leeftijdsafhankelijk te maken

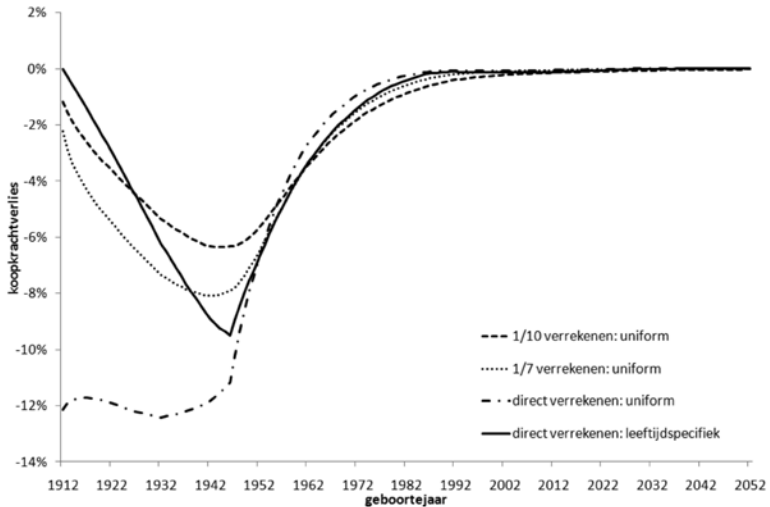
Al met al komt het bestaande contract – qua risicoverdeling – op een redelijke balans uit tussen gewenste leeftijdsdifferentiatie en de noodzaak om jongeren niet te veel te belasten (zie Figuur 3). Een nadeel van het huidige contract is echter dat de nadruk sterk op het premie-instrument ligt. Door de vergrijzing neemt de instroom van jongeren in het fonds af, waardoor het premie-instrument minder effectief wordt. Bovendien hebben premie-aanpassingen als nadeel dat schokken doorwerken in de arbeidskosten en daarmee de economie verstoren. In dit opzicht is het direct afboeken op opgebouwde aanspraken efficiënter want minder verstorend voor de economie. Dat vraagt echter wel om een verschillende behandeling van ouderen en jongeren, dus leeftijdsdifferentiatie in de aanpassingen van de aanspraken. Door indexatie voor jongeren meer te variëren en die voor ouderen stabiel te houden, kan een zekere mate van differentiatie worden bereikt. De noodzaak van deze alternatieve oplossing

wordt duidelijker naarmate het premie-instrument verder ingeperkt wordt en voor kortere hersteltermijnen wordt gekozen.

Een bijzondere invulling van deze risicoverdeling volgt als de (in de volgende paragraaf te bespreken) groeivoetbenadering toegepast wordt op de opbouwfase. Volgens deze benadering worden risico's over deelnemers verdeeld proportioneel met de *duration* van de verplichtingen. De *duration* is een maatstaf voor de gemiddelde looptijd van de verplichtingen. Dit impliceert dat ouderen (met een korte *duration*) met kleinere fluctuaties in de waarde van hun opgebouwde pensioenrechten te maken krijgen en jongeren (met lange *duration*) met grotere fluctuaties. Figuur 4 laat zien hoe de risicoverdeling bij toepassing van deze methode over de deelnemers zou uitvallen. De groeifactorbenadering wordt afgezet tegen het alternatief van uniforme aanpassing van de aanspraken. De premie wordt in alle gevallen – om technische redenen – constant gehouden. De doorgetrokken lijn geeft de verdeling van de recente pensioenschok weer bij toepassing van de groeivoetbenadering. Vergelijking met uniforme afboeking (zie Figuur 3) laat zien dat ouderen bij de groeivoetbenadering veel minder risico's lopen dan bij uniforme aanpassing van aanspraken.

Voor gepensioneerden houdt de groeivoetbenadering in dat de groei van hun pensioen jaarlijks met eenzelfde percentage wordt verlaagd of verhoogd. Dit kan optimaal als aanpassing van de consumptiegewoonten voor ouderen kostbaar is in termen van welvaart. Over een langere periode is het verlies voor een 65-jarige echter aanzienlijk groter dan voor bijvoorbeeld een 85-jarige. Dat kan reden zijn om een grens te stellen aan de groeivoetbenadering door die binnen een beperkte tijdshorizon toe te passen. Het strikte groeifactormodel dient vooral als

Figuur 4: Leeftijdsspecifieke aanpassing combineert direct verrekenen met een redelijke verdeling van risico's



gestileerd – maar interessant – voorbeeld van een mogelijk pensioencontract.

De gevolgen van het uniforme systeem kunnen voor ouderen worden verzacht door een lange hersteltermijn te hanteren. Figuur 4 geeft ook de verdeling wanneer jaarlijks 1/7 respectievelijk 1/10 van het tekort in dekkingsgraad wordt goedge maakt. Hieruit blijkt dat de risicodeling verbetert naarmate de hersteltermijn langer wordt. Bij onmiddellijk verrekening (de zwarte lijn) worden de risico's te zeer bij de ouderen gelegd. Bij een herstelsnelheid van 1/7 is de verdeling vergelijkbaar met die van de onmiddellijke leeftijdsspecifieke verrekening volgens de groeivoetmethode. Wanneer de aanpassingssnelheid verder wordt verlaagd naar 1/10, wordt de verdeling nog verder uitgesmeerd over jongeren en ligt het resultaat dicht bij dat van 'louter indexatiekorting' in Figuur 3.

De conclusie is dat leeftijdsafhankelijke aanpassing¹⁵ het voordeel van onmiddellijke verdeling van tekorten/overschotten combineert met een verdeling van de risico's vergelijkbaar met die van de huidige indexatiestafel.

Risicodeling met toekomstige deelnemers

Door ook toekomstige deelnemers in de risicodeling te betrekken, kunnen schokken nog beter worden uitgesmeerd. Zo zou de recente schok in de pensioenfondsen beperkt kunnen worden van gemiddeld 3 tot ongeveer 1 procent per deelnemer, wanneer de risicodeling maximaal zou worden uitgebreid met alle toekomstige generaties. Dergelijke risicodeling levert aanzienlijke welvaartswinst op. Daar staat echter tegenover dat schokken voor een groot deel worden doorgeschoven naar de toekomst. Dat trekt een zware wissel op de bereidwilligheid van toekomstige deelnemers om de risico's te dragen, en daarmee op de continuïteit van het fonds. Het onderscheid tussen open en gesloten contracten bepaalt of er ook sprake is van risicodeling met toekomstige deelnemers (zie Box 2).

Box 2. Gesloten en open contracten

Het onderscheid tussen open en gesloten contracten is gerelateerd aan het onderscheid tussen *defined benefit* en *defined contribution* contracten maar is algemener (zie ook Bovenberg en van Ewijk (2011a)).

15 De leeftijdsafhankelijke aanpassing kan ook op een andere manier plaatsvinden dan met de hier gehanteerde groeivoetmethode waarbij de leeftijdsafhankelijke exposure van cohorten afhangt van de duration van de uitkeringen.

Gesloten contract

In gesloten systemen zijn de pensioenaanspraken van deelnemers herleidbaar tot bestaande en op de markt verhandelde financiële activa. Voor het pensioenfonds bedraagt de dekkingsgraad altijd 100 procent: het totaal van de aanspraken zijn per definitie gelijk aan het totaal van de bezittingen. Alle schokken worden direct afgerekend met de huidige deelnemers in termen van hun pensioenrechten.

Er zijn twee mogelijke vormen van een dergelijk gesloten fonds. In een *individueel* gesloten fonds zijn de individuele aanspraken van deelnemers volledig uit te drukken in bestaande financiële titels. Van de individuele aanspraken is dus de marktwaarde eenvoudig te bepalen. Gangbare individuele DC regelingen zijn een voorbeeld van een zuiver gesloten contract.

Het *collectieve* gesloten contract is gesloten voor alle huidige deelnemers te samen, maar niet noodzakelijk voor ieder individu apart. Het fonds kan zo risico's herverdelen waarvoor geen openbare markt bestaat tussen de deelnemers (bijv. jongeren en ouderen). Dat geldt bijvoorbeeld voor geaggregeerd langlevensrisico, geaggregeerd loonrisico en Nederlands inflatie risico.

Open pensioencontracten

In open pensioencontracten zijn pensioenaanspraken niet volledig gedefinieerd in bestaande financiële activa, maar kan er ook een claim op of overdracht aan toekomstige deelnemers bestaan. De netto positie van huidige deelnemers ten opzichte van toekomstige generaties komt tot uitdruk-

king in de reserves of buffers van het pensioenfonds. De dekkingsgraad moet aldus wordt opgevat als een maatstaf van de solidariteit met toekomstige deelnemers.

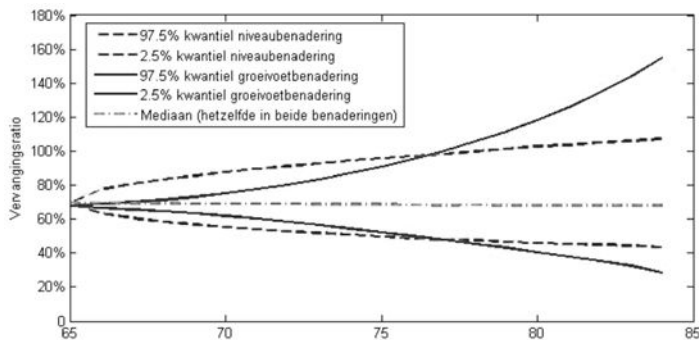
Het voordeel van open systemen is dat zij ook het arbeidsinkomen van de jongere deelnemers (zeg de 20-40-jarigen) en toekomstige generaties in de risicodeling betrekken. Op deze manier kunnen ook de cohorten die nog weinig aanspraken hebben opgebouwd toch participeren in de huidige risico's en daarmee hun rendement verhogen. Open contracten stellen wel hogere eisen aan het toezicht om te voorkomen dat teveel risico naar de toekomst wordt doorgeschoven.

5. Spreiding van schokken binnen de levenscyclus: niveaubenadering versus groeivoetbenadering

Individuele streven een evenwichtige spreiding van de consumptie over hun leven na. Daarin past het om vermogensschokken zoveel mogelijk over de levenscyclus uit te smeren. Dat kan op verschillende manieren: het is mogelijk een tegen- of meevaller over het resterende leven te verdelen door de voorgenomen consumptie op ieder tijdstip met eenzelfde percentage aan te passen (de annuïteit van de schok). De consumptie wordt dan met een sprong aangepast naar het nieuwe niveau. Een alternatief is om voor een geleidelijke aanpassing te kiezen door de consumptie in kleine stapjes aan te passen naar het lagere of hogere niveau. In dit geval wordt dus niet het niveau, maar de groeivoet van de consumptie aangepast. De eerste 'niveaubenadering' volgt uit het traditionele economische model van de rationele consument met constante relatieve risicoaversie; het tweede model kan worden gemotiveerd vanuit de theorie van *habit formation* die ervan uitgaat dat individuen aan een bepaald niveau van consumptie wennen en daar maar geleidelijk van af willen wijken.

Passen we deze twee modellen toe op de uitkeringsfase van het pensioen, dan resulteren volgens de niveaubenadering schokken in het pensioenvermogen direct in een eenmalige aanpassing van de pensioenuitkeringen. Bij de groeivoetbenadering blijft het niveau in eerste instantie ongewijzigd en wordt de groei van de pensioenuitkering aangepast zodat de aanpassing van de pensioenuitkering geleidelijk plaatsvindt. Daardoor varieert het pensioen op korte termijn minder, maar op lange termijn juist

Figuur 5: Groeivoetbenadering: meer zekerheid op korte termijn maar minder op lange termijn.



Toelichting: De berekeningen gaan uit van een individueel gesloten systeem, waarbij het initiële vermogen op 65-jarige leeftijd gelijk is voor de groeivoet- en de niveaubenadering. De beleggingsmix is voor de niveaumethode uniform gedurende de gehele pensioenperiode (namelijk 20% aandelen, 80% obligaties). Voor de groeivoetmethode neemt de aandelen exposure lineair af gedurende pensioenering (zodat de volatiliteit van de groeivoet constant blijft).

meer. Figuur 5 laat dit zien voor het geval dat lonen gegeven zijn en er alleen financieel risico is.¹⁶

Het huidige pensioencontract in Nederland sluit nauw aan bij de groeivoetbenadering: schokken in de dekkingsgraad worden opgevangen door aanpassing van de jaarlijkse indexatie. Dit komt

16 De lange termijn aanpassing van de *replacement rate* kan beperkter zijn als veranderingen in de huidige rendementen op financiële vermogen een weerspiegeling zijn van toekomstige veranderingen in de groeivoet van zowel de economie als de lonen. Als de rendementen op de financiële markten bijvoorbeeld tegenvallen, dan kan ook de groei van de economie terugvallen waardoor de lonen minder snel stijgen en de toekomstige lonen op een lager niveau liggen dan eerder gedacht. Als er sprake is van deze correlatie tussen financiële rendementen en de groei van de economie dan kan de groeivoetenmethode de fluctuaties van de *replacement rate* ook op de langere termijn beperken. Benzoni et al. (2007) geven theoretische argumenten voor deze lange termijn correlatie tussen rendement op financiële markten en de loon-groei en vinden er bovendien empirische steun voor.

neer op aanpassing van de groei van de pensioenen. Alleen in extreme situaties wordt tot directe aanpassing van het niveau overgegaan, namelijk wanneer er moet worden 'afgestempeld'.

Groei-voetbenadering nader uitgewerkt

De groeifactorbenadering kan ook worden toegepast op de pensioenverwachtingen in de opbouwfase. Deze benadering lijkt op het bestaande systeem van variërende indexatie (dat wil zeggen: groei) van de pensioenrechten (0 tot 100 procent van de loon- of prijsstijging), maar met twee belangrijke verschillen.

In de eerste plaats is de groeifactor niet begrensd door de loon- of prijsstijging en daardoor effectiever in het sturen van de dekkingsgraad. Men kan de groeifactor ook definiëren ten opzichte van een volledig geïndexeerd pensioen. Het pensioencontract kan bijvoorbeeld als volgt worden geformuleerd: deelnemers bouwen 'rechten' op door inleg van premie. Deze premie is zodanig bepaald dat de rechten naar verwachting volledig kunnen worden geïndexeerd met de (algemene) loongroei. Tegen- en meevallers in het fondsresultaat worden opgevangen door een correctiefactor op deze rechten in de vorm van een uniforme en vaste groeifactor bovenop de koppeling aan de lonen. Deze groeifactor is positief bij een meevallend fondsresultaat en negatief bij een tegenvallend resultaat.

Het tweede belangrijke verschil met de huidige indexatiesystematiek is dat deze groeifactor meetelt in de waardering van de verplichtingen en dat deze groeifactor meegenomen wordt bij het projecteren en communiceren van de toekomstige pensioenuitkering van de deelnemers. De groeifactorbenadering leidt tot onmiddellijke aanpassing van de waarde van de verplichtingen zonder dat in de uitkeringsfase de pensioenuitkering direct wordt verlaagd. De waardevermindering hangt samen met de lagere

groei in de toekomst.¹⁷ Dit kan ook worden gezien als een vorm van mee-ademende rechten waardoor de volatiliteit van de dekkingsgraad kan worden beperkt.¹⁸

17 Terwijl de waardevermindering een 'harde' (d.w.z. vastgelegd in de zin van het FTK) daling van de verplichtingen betekent, zijn de voorgespiegelde uitkeringen afhankelijk van toekomstige rendementen en daarmee onzeker (door sommigen daarom enigszins verwarrend als 'zacht' aangemerkt). Merk op dat in deze benadering de onzekere want rendementsafhankelijke verplichtingen 'hard' zijn in de zin dat ze op de balans van pensioenfondsen staan en dat ze een rol spelen in de communicatie naar de deelnemers.

18 Zie Van Ewijk en Van de Ven (2004) en Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen (2009).

6. Beleggingsbeleid en nominale garanties

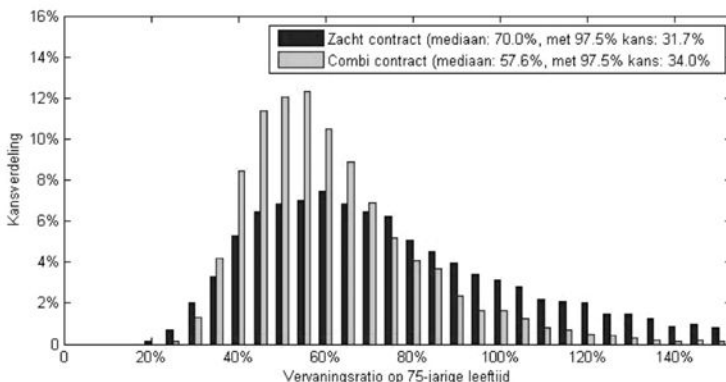
Ieder pensioencontract heeft te maken met de mogelijkheden die de markten bieden. De beleggingsportefeuille van het fonds bepaalt uiteindelijk de afweging tussen rendement en risico op het collectieve niveau van het fonds als geheel. Het pensioencontract kan wel de verdeling van de risico's tussen de deelnemers beïnvloeden, met name wanneer dat risico's betreft die niet op de markt verhandelbaar zijn, zoals systematisch langlevensrisico en loonrisico. Belangrijke vragen zijn: hoeveel zekerheid kunnen bestaande pensioencontracten bieden? En wat zijn de kosten daarvan? Recente CPB-berekeningen (zie Mehlkopf et al. (2011)) spitsen zich toe op de kosten van nominale zekerheid door een model met en zonder afdekking van de nominale verplichtingen te analyseren. Het gaat hier om zogenaamde combicontracten die resultaatafhankelijke pensioenen combineren met een 'harde' minimumgarantie in de vorm van nominale zekerheid.¹⁹

Volgens deze CPB-berekeningen levert een combicontract waarin sprake is van doorsneeopbouw van nominale rechten die ongeveer de helft van het verwachte pensioen uitmaken een 12,4 procentpunt lager mediaan pensioen op (als percentage van het loon) dan een contract waarin alle pensioenopbouw resultaatafhankelijk is. In het resultaatafhankelijke ('zachte') contract is de beleggingsmix tussen aandelen en obligaties hetzelfde als in het combi contract behalve als de harde rechten verdedigd moeten worden.²⁰ Tegenover de lagere pensioenverwachting in het

19 Wij richten ons hier op nominale zekerheid omdat deze met marktinstrumenten, namelijk nominale obligaties, is af te dekken. Bij afwezigheid van indexeringen is het maar zeer beperkt mogelijk om prijsvaste of loonvaste minimumgaranties te bieden.

20 Voor alle veronderstellingen die aan deze berekening ten grondslag liggen, zie Mehlkopf et al. (2011).

Figuur 6: Combicontract biedt enige bescherming aan onderkant, maar ten koste van lager gemiddeld resultaat.



Toelichting: Kansverdeling van de vervangingsratio op 75-jarige leeftijd in het zachte contract en in het combicontract vanuit het perspectief van een 25-jarige werknemer.

combicontract staat een grotere nominale zekerheid. Die zekerheid is vooral voor jongeren betrekkelijk omdat deze onderhevig is aan inflatierisico (zie ook Figuur 1 in paragraaf 2).²¹ Maar figuur 6 laat zien dat dit extra risico van het nominale contract bij het gekozen inflatie model niet opweegt tegen het lagere aandelen risico. Het combicontract kent minder neerwaarts risico dan het contract zonder garanties.

Nominale garanties resulteren in een aantal problemen:

1. Bij negatieve schokken wordt de herstelcapaciteit van fondsen uitgehouden wanneer een vaste dekking van nominale

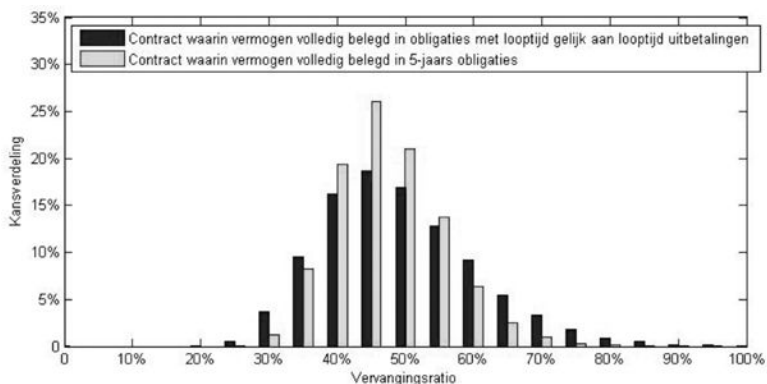
21 Verder garandeert deze zekerheid geen stabiele replacement rate omdat de lonen onzeker zijn. De CPB berekeningen nemen deze onzekerheid over de reële loonontwikkeling niet mee en onderschatten daarom de reële onzekerheid van het nominale contract. De mate van onderschatting is moeilijk aan te geven; deze hangt af van de lange termijn correlaties tussen groei, inflatie en aandelenrendementen, waarover helaas weinig hard empirie voorhanden is.

verplichtingen moet worden aangehouden. Bij lage nominale dekkingsgraden moet risico worden teruggenomen door het aandeel van risicodragende beleggingen laag te houden. Dit leidt tot een gemiddeld lager pensioenresultaat. Figuur 6 illustreert dit. De nominale zekerheid leidt in deze figuur tot een daling van het gemiddelde pensioenresultaat met ruim 12 procent van het loon.

2. Het fondsbeleid is onnodig gevoelig voor nominale ontwikkelingen en rentefluctuaties die resulteren in sterk fluctuerende nominale dekkingsgraden. In tijden met lage inflatieverwachtingen en lage nominale rentestanden zijn nominale garanties duur en heeft het pensioenfonds weinig stuurkracht. Bij hoge inflatieverwachtingen en een navenant hoge rente geeft de dekkingsgraad een overschatting van de positie van het fonds in reële termen, zodat het gevaar bestaat dat het fonds te veel gaat uitkeren.
3. Een nominaal gericht beleggingsbeleid vergroot de inflatierisico's voor de deelnemers.²² Figuur 7 illustreert dit. Deze figuur vergelijkt de pensioenuitkomsten bij een nominaal gericht beleggingsbeleid waarbij obligaties worden gekocht met dezelfde looptijd als de pensioenuitkeringen met een beleggingsbeleid waarbij obligaties belegd zijn in een reeks van korter lopende (vijfjaars) obligaties. Dat laatste beleid heeft als voordeel dat het kan inspelen op veranderende inflatieverwachtingen en daardoor veranderende rentes; dit is met name een voordeel bij veel inflatie-onzekerheid. De spreiding van de reële pensioenuitkomsten (in termen van de vervangingsratio) is onder de eerste strategie aanzienlijk groter dan onder de tweede strategie.

²² Daar staat tegenover dat fondsen profiteren van de risicopremie op inflatierisico.

Figuur 7: Lang nominaal afdekken leidt tot groter inflatierisico voor deelnemers



Toelichting: Kansverdeling van de vervangingsratio op 75-jarige leeftijd voor zacht contract volledig belegd in 5-jaars obligaties en een hard contract waarin het vermogen volledig wordt belegd in obligaties met dezelfde looptijd als de looptijd pensioenuitkeringen.

- In de communicatie moet worden uitgelegd dat nominale zekerheid nog geen reële zekerheid betekent. Dit resulteert in een spagaat tussen reëel en nominaal communiceren. Enerzijds (nominale) garanties voorspiegelen, maar anderzijds onzekerheid communiceren over de koopkracht (of de replacement rate) is moeilijk te begrijpen voor deelnemers.

Tegenover de nadelen van nominale garanties staan ook voordelen. Nominale garanties zijn eenvoudig te interpreteren en te controleren voor de deelnemers. Ze sluiten aan bij het huidige systeem dat in het verleden steeds heeft gecommuniceerd in nominale termen. Nominale pensioenen werken daardoor disciplinerend voor pensioenfondsen, en kunnen zo bijdragen aan het vertrouwen in de fondsen. Bij risicovolle pensioencontracten zonder garanties zijn 'echte' financiële risico's moeilijk te onder-

scheiden van falend pensioenbestuur.²³ Ten slotte kunnen de nominale garanties jongere deelnemers een veilig gevoel geven, ook al is de economische waarde van deze garanties beperkt. Het geven van beperkte nominale garanties kan het zo voor pensioenfondsen mogelijk maken om toch voldoende risico te nemen omdat deelnemers hun flexibiliteit onderschatten om risico's op te kunnen vangen.²⁴

Er zijn verschillende manieren om de nadelen van de hierboven beschreven combicontracten te beperken. In de eerste plaats zou kunnen worden volstaan met lagere nominale garanties in vergelijking met het huidige contract. Verder is het mogelijk om de opbouw van nominale rechten pas later in het werkzame leven te laten plaatsvinden. Mehlkopf et al., 2011 laat zien dat het verlies aan verwacht pensioenresultaat (ruim 12 procent in figuur 6) tot de helft kan worden teruggebracht wanneer de harde nominale aanspraken pas na het 45e levensjaar worden opgebouwd, bij eenzelfde nominale bescherming op het 65e levensjaar.²⁵

23 Onderzoek van de Nederlandse Bank geeft aan dat deelnemers veel waarde hechten aan een gegarandeerd pensioen (zie DNB (2010)).

24 Deze irrationele aversie tegen risico staat in de literatuur bekend als myopische verliesaversie (myopic loss aversion) (zie Bernatzi en Thaler (1995)).

25 Het huidige pensioencontract is in dit opzicht – toevallig – redelijk efficiënt omdat relatief in het begin van het leven weinig nominale opbouw plaatsvindt vanwege de doorsneesystematiek. De beperkte harde rechten die in het begin van het arbeidzame leven zijn opgebouwd worden later in het arbeidzame leven opgehoogd door indexatie. Op deze manier worden de zekerheden pas later in het leven opgebouwd en wordt relatief weinig opwaarts potentieel weggegeven.

7. Pensioenambitie en risico: hoeveel pensioenvermogen is nodig voor de adequate pensioenen?

De keuze van het risicoprofiel heeft direct invloed op het pensioenvermogen dat nodig is om een bepaald aspiratieniveau van de pensioenuitkering te borgen. Omgekeerd hangt het te bereiken aspiratieniveau van de pensioenen, bij een gegeven startvermogen van pensioenfondsen, direct samen met het gekozen risicoprofiel. Het pensioenfonds kan het rendement en het risico beïnvloeden door een meer of minder risicovol beleggingsbeleid te kiezen. Bij een hoog risico is het pensioen minder waard en kan volstaan met een kleiner vermogen. Het vereiste vermogen hangt verder af van de te verwachten loongroei. Omdat wij hier uitgaan van reële pensioenen die voor 100 procent gekoppeld zijn aan de lonen, volstaat bij een lagere loongroei een lager pensioenvermogen omdat ook het pensioen dan lager is.

Tabel 4 illustreert voor een pensioenfonds met een *duration* van 15 jaar het verband tussen risicograad en het vereiste vermogen voor dekking, hier uitgedrukt in termen van de nominale dekkingsgraad.²⁶ De eerste kolom geeft de basisvariant weer met 3,7 procent loongroei (uitgangspunt CPB voor lange termijn) en een risicopremie die hoort bij een gemiddeld risico op loongekoppelde pensioenen. Idealiter is deze risicopremie af te leiden uit de rente op loon-geïndexeerde obligaties of obligaties die aan het BBP geïndexeerd zijn. Omdat hier geen markt voor bestaat, is de discontovoet gesteld op 5 procent nominaal (3 procent reëel), de discontofactor die in de lange termijn studies van het CPB wordt gehanteerd voor discontering van het BBP en daaraan gerelateerde kasstromen.²⁷

26 Voor een vergelijkbare tabel, zie Van Ewijk en Van der Ven (2002).

Volledige dekking van de loongerelateerde pensioenen komt dan overeen met een nominale dekkingsgraad van 140 procent.²⁸ Bij een hoger risico is de risicopremie voor de totale portefeuille hoger en volstaat een kleiner vermogen. Een 0,75 procentpunt hogere risicopremie of een 0,7 procentpunt lagere loongroei doen het vereiste vermogen dalen tot 125 procent. Het bereikte pensioen is bij een hogere risicopremie gemiddeld wel even hoog, maar met een grotere spreiding rond de verwachte waarde.

Deze benadering ziet af van herverdeling binnen het fonds; hij gaat er van uit dat alle risico's evenredig worden verdeeld over alle aanspraken. Dat is echter niet het geval: ouderen lopen minder risico dan jongeren, waardoor de rechten van ouderen duurder zijn (lager disconto) en die van jongeren goedkoper (hogere disconto). Bovendien wordt een deel van de risico's doorgeschoven naar toekomstige opbouw en premies. De aanspraken zijn daarom gemiddeld minder risicovol dan in een fondsportefeuille, zodat een lager disconto voor de waardebepaling van de verplichtingen op zijn plaats is. Discontering met het verwachte portefeuillerendement levert dus een onderschatting van de verplichtingen op. Idealiter worden de aanspraken gewaardeerd tegen marktwaarde; dat vereist echter volledige specificatie van het pensioencontract die in praktijk ontbreekt. Daarom zal in praktijk wellicht moeten worden volstaan met een benade-

27 Deze discontovoet kan ook worden afgeleid uit de som van de risicovrije (lange) reële rente van 1 procent en een risicopremie van 2 procent, die weer kan worden gemotiveerd op basis van een aandelenpremie van 4 procent op de lange rente bij een 50-50 verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen in de financiering van kapitaal.

28 In de berekeningen die ten grondslag liggen aan de figuren 3 en 4 wordt uitgegaan van een vergelijkbare vereiste dekkingsgraad namelijk van 145 procent nominaal.

ring toe te passen, maar dan wel gegeven het voorgaande met prudentie.²⁹

Op basis van de aanbevelingen van de commissie- Don heeft SZW nieuwe maximumwaarden vastgesteld voor verwachte rendementen en een minimale waarde voor de reële loonstijging. Wanneer het maximale rendement wordt gecombineerd met de minimale loonstijging, ontstaat het meest gunstige beeld voor de benodigde dekking van de reële verplichtingen. Realisme vereist dat niet deze uiterste waarden worden toegepast: niet alleen vanwege de hierboven genoemde onderschatting van de verplichtingen, maar ook omdat de parameterwaarden door de commissie Don nadrukkelijk als bovengrens zijn bedoeld en niet als realistische verwachting voor het gemiddelde pensioenfonds. Een realistische benadering vereist daarom nog eens extra voorzichtigheid bij de toepassing van de parameters. In onderstaande berekeningen worden niettemin de maximale parameterwaarden toegepast; dat geeft een beeld van de absolute ondergrens, en dus als de meest gunstige – of beter gezegd té gunstige – voorstelling van het vermogen dat nodig voor volledige dekking van de reële verplichtingen. Bij een portefeuille die uit 50 procent aandelen en 50 procent vastrentende waarden bestaat, leveren de maximale parameter waarden een verwacht nominaal (meetkundig) rendement van 5,75 procent (aandelen hebben een maximum rendement van 7 procent en vastrentende waarden van 4,5 procent). Volledige reële dekking correspondeert dan met een nominale dekkingsgraad van 113 procent.

De berekeningswijze in Tabel 4 veronderstelt dat de beleggingsportefeuille constant gehouden kan worden over de tijd en

29 Nader onderzoek is op dit terrein geboden om vast te stellen hoe groot de onderschatting is die toepassing van de 'vuistregel' van disconteren met het verwachte rendement oplevert.

dat geen risico teruggenomen moet worden als het pensioenfondsvergrijst. Als het risico teruggenomen moet worden, is het huidige verwachte rendement een overschatting van het verwachte rendement in de toekomst. Zonder intergenerationele overdrachten van instromende jongeren naar oudere deelnemers geldt hetzelfde en is een relatief groot vermogen nodig om een gegeven pensioenambitie te behalen. Het risico wordt tenslotte teruggenomen over de levensloop. Een afslag op het huidige verwachte rendement is dus nodig om een goede inschatting te kunnen maken van het verwachte pensioen. Dit geldt ook voor pensioenfondsen die niet met een vergrijzend bestand te maken hebben maar die bij discontinuïteit hun verplichtingen moeten kunnen overdragen aan een marktpartij en die deelnemers voldoende vermogen willen meegeven als deze deelnemers vertrekken naar een grijzer fonds.

Uitdagingen voor toezicht en communicatie

Hoeveel vermogen nodig is voor een bepaalde pensioenambitie, hangt sterk af van de veronderstellingen over het te behalen rendement. Dit rendement is onzeker om twee redenen. Ten eerste is de economie blootgesteld aan macro-economische risico's waardoor rendementen inherent onzeker zijn. De uitkomst van het toekomstige rendement is onbekend; op z'n hoogst kennen wij de kansverdeling. Ten tweede bestaat er onzekerheid over de kansverdeling zelf. Op basis van theorie en historie is er wel een indicatie te geven van deze kansverdeling, maar eenduidig zal deze uitspraak nimmer zijn. Dit stelt hoge eisen aan het toezicht op pensioenfondsen en de communicatie rond pensioenen. In het bijzonder moet ervoor gewaakt worden dat te hoge rendementen worden voorgespiegeld en dat de bijbehorende risico's worden onderschat of worden onderbelicht. Het belang

Tabel 4: Nominale dekkingsgraad nodig voor dekking van de reële verplichtingen

	CPB	meer risico	lagere loongroei	SZW
Nominale bondrente	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Verwachte inflatie	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Risicopremie inflatie	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Risicopremie	2,00%	2,75%	2,00%	2,75%
Reële loongroei	1,70%	1,70%	1,00%	1,00%
Nominale loongroei	3,70%	3,70%	3,00%	3,00%
Reële risicovrije rente	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Nominale indexatie	3,70%	3,70%	3,00%	3,00%
Reële disconto	3,00%	3,75%	3,00%	3,75%
Nominale disconto	5,00%	5,75%	5,00%	5,75%
Disconto nominale dekkingsgraad	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Groei gecorrigeerd disconto reële dekkingsgraad	1,25%	1,98%	1,94%	2,67%
Reële dekkingsgraad als % nominaal	139%	125%	126%	113%

Toelichting:

- Voor de SZW variant is de risicopremie op pensioenaanspraken zodanig gekozen dat het disconto gelijk is aan 5,75 procent.
Dit is gebaseerd op een 50/50-mix, een rendement op vastrentende activa van 4,5 procent en een rendement op beursgenoteerde aandelen van 7 procent (meetkundig). Verder is de loongroei op 1 procent gezet.
- Voor de CPB variant is de risicopremie op loon gekoppelde pensioenen zodanig gekozen dat het disconto gelijk is aan 5 procent (*Ageing aannahme*).
- De reële risicovrije rente volgt uit de nominale rente na aftrek van de verwachte inflatie en de risicopremie voor inflatie.
- Het reële disconto volgt uit de reële risicovrije rente en de risicopremie.
- Het groei gecorrigeerde disconto reële dekkingsgraad volgt uit het reële disconto gecorrigeerd voor reële loongroei (of te wel het nominale disconto gecorrigeerd voor nominale loongroei).
- Het verschil tussen het disconto nominale dekkingsgraad (dat gelijk is aan de nominale bondrente) en het groei gecorrigeerde disconto reële dekkingsgraad bepaalt samen met de duration van 15 jaar de opslag op de nominale dekkingsgraad.

wordt hiervan nog groter bij reële pensioencontracten waarbij in de communicatie het te bereiken pensioenresultaat centraal komt te staan. Zeker over een langere tijdshorizon is dit pensioenresultaat bijzonder gevoelig voor het veronderstelde rendement.

Concreet leidt dit tot de volgende opdrachten:

- a) Het toezicht moet richtlijnen verschaffen over de te hanteren rendementen in verhouding tot de risico's. Pensioenfondsen houden een zekere keuze tussen rendement en risico. Voorkomen moet worden dat mensen zich rijk rekenen zonder zich rekenschap te geven van de bijbehorende risico's.
- b) Pensioenfondsen hebben de taak rendement en risico helder te communiceren naar de deelnemers. Nu steeds meer risico's bij de deelnemers worden gelegd, is communicatie hierover een eerste vereiste. Niet alleen om de deelnemer in staat te stellen de juiste beslissingen te nemen om zich op dit risico in te stellen, maar ook – achteraf – om de acceptatie van de risico's te vergroten. Hierbij verdienen de grootste risicodragers, de 45-plussers, extra aandacht. Pensioenfondsen moeten tijdens de opbouwfase meer gaan communiceren in termen van de verwachte *replacement rate* en de bandbreedte daaromheen. In de uitkeringsfase moet de toekomstige koopkracht en de daarbij horende onzekerheid centraal staan.
- c) Deelnemers moeten zich bewust zijn van de risico's in hun pensioenen. Risico's horen bij een goed pensioen. Daarbij hebben mensen vaak betere mogelijkheden om risico's op te vangen dan ze zich in eerste instantie realiseren, bijvoorbeeld door later met pensioen te gaan of door hun levensstandaard over hun gehele leven iets aan te passen. Bovendien houden macrorisico's vooral in dat de groei in welvaart voor allen iets lager of hoger zal zijn dan verwacht. Mits solidair verdeeld is de

bereidheid om collectieve mee- of tegenvallers op te vangen in de praktijk meestal groot. Risicoaversie komt nog wel eens voor, doordat mensen redeneren vanuit de eigen situatie en ambities, terwijl ze het welvaartsniveau van de rest van de samenleving als gegeven aannemen. Ook staren mensen zich nog wel eens blind op de ontwikkeling van het pensioenvermogen en verliezen daarbij andere vermogenscomponenten (menselijk kapitaal, eigen huis) uit het oog. Zeker voor jongeren is het menselijk kapitaal en de risico's daarin vele malen belangrijker dan het pensioenvermogen. Dat neemt niet weg dat pensioenschokken op korte termijn vaak pijnlijke aanpassingen met zich mee kunnen brengen. De pensioensector moet zowel de risico's als de mogelijkheden voor individueel risico management in kaart brengen.

- d) Deelnemers, pensioenfondsen en verzekeraars moeten tot een efficiënt systeem van individueel risicomangement komen. Grotere risico's voor individuen, maar ook de toenemende heterogeniteit en mondigheid van consumenten vragen om een gedifferentieerde aanpak, waarbij meer rekening wordt gehouden met de individuele situatie en de voorkeuren van de deelnemers. Dat kan voor een deel binnen het bestaande pensioencontract, bijvoorbeeld door jongeren een ander risicoprofiel te bieden dan ouderen. Niet alles kan echter binnen collectieve contracten worden geregeld; fondsen hebben immers maar beperkt informatie over de individuele voorkeuren en financiële situatie. Daarom is ook ruimte nodig voor keuzevrijheid, zowel in de opbouw- als de uitkeringsfase.³⁰ Individuen moeten optimaal geïnformeerd zijn over de consequenties van onverwachte schokken voor hun pensioen en over

30 Zie hierover ook Nijman en Oerlemans (2008).

de mogelijkheden om daar via individueel risicomanagement op te reageren. Een web-omgeving zoals het pensioenregister kan hiervoor een uitstekend platform bieden. Naast informatie van pensioenregelingen kunnen individuen ook via 'klikken' informatie toevoegen die voor hun eigen situatie van belang is. Afhankelijk van de termijn tot het pensioen, bezitten individuen diverse stuurmogelijkheden om schokken op te vangen. Fondsen kunnen hierbij helpen door alternatieven aan te reiken om een bepaalde pensioenambitie te bereiken (bijvoorbeeld 70 procent vervangingsratio). De pensioenambitie kan ook na tegenvallende beleggingsresultaten worden bereikt door meer premie in te leggen, respectievelijk een deel van de toekomstige loonstijgingen te sparen. Een tweede alternatief is langer doorwerken. Een laatste alternatief is om de tegenvaller te accepteren en genoeg te nemen met een lagere levensstandaard tijdens het pensioen. Daarnaast kunnen fondsen en verzekeraars hun deelnemers helpen bij het reageren op individuele schokken (bijvoorbeeld carrière, huishoudsamenstelling, woningbezit, gezondheid). Zij kunnen daartoe mogelijkheden bieden via flexibele inleg en opname en een zekere keuzevrijheid in de mate van risico en de wijze van uitbetaling van het pensioen.

8. Conclusies

Deze notitie bespreekt het huidige pensioencontract en beschrijft een aantal bouwstenen voor meer robuuste contracten.

Pensioenfondsen moeten risico's helder verdelen, managen en communiceren. De belangrijkste prioriteit bij het vernieuwen van pensioencontracten is het completeren van het contract door risico's expliciet toe te wijzen. Pensioenfondsen moeten in een zo compleet mogelijk pensioencontract van tevoren bepalen hoe ze risico's verdelen over hun deelnemers en hoe risicodragende deelnemers daarvoor worden beloond.

Communicatie van reële ambitie en onzekerheid

Een eerste prioriteit is de overgang van een fictieve nominale wereld naar een meer realistische weergave van het pensioencontract: wat is het te verwachten reële pensioen? En welke onzekerheden kleven daaraan? Daarbij is het van belang risico's niet onder het tapijt te schuiven, maar helder te communiceren. Dit geldt zowel voor de gerealiseerde onverwachte schokken als het ex-ante risicoprofiel.

Leeftijdsgedifferentiatie en beleggingsbeleid

Een belangrijke bouwsteen van het nieuwe pensioencontract is leeftijdsgedifferentiatie in het risico dat bij de deelnemers wordt gelegd. Impliciete leeftijdsgedifferentiatie is mogelijk door aanpassen in de dekkingsgraad over een langere termijn uit te smeren. Leeftijdsgedifferentiatie kan ook expliciet plaatsvinden, door aanspraken van ouderen minder met risico te belasten dan die van jongeren. Met minder jonge instroom neemt het belang van expliciete leeftijdsgedifferentiatie toe. Dat heeft ook als voor-

deel dat er geen onduidelijkheid is over 'onverdeelde risico's' die bovendien als last op toekomstige arbeid rusten (*debt overhang*).

Erkenning en uitsmeren van schokken

De prijs van pensioenen is voortdurend aan verandering onderhevig. In plaats van veranderingen (schokken) voor zich uit te schuiven, moeten pensioenfondsen de deelnemers helpen veranderingen zo efficiënt mogelijk op te vangen. Afhankelijk van de termijn tot het pensioen, bezitten individuen diverse stuurmogelijkheden om schokken op te vangen. Fondsen kunnen hierbij helpen door alternatieven aan te reiken om een bepaalde pensioenambitie te bereiken (bijvoorbeeld 70 procent vervangingsratio). De pensioenambitie kan na tegenvallende beleggingsresultaten worden bereikt door meer premie in te leggen, respectievelijk een deel van de toekomstige loonstijgingen te sparen. Een tweede alternatief is langer doorwerken. Een derde alternatief is om de tegenvaller te accepteren en genoeg te nemen met een lagere levensstandaard tijdens het pensioen. Afhankelijk van de voorkeuren van de deelnemers kan de aanpassing directer (in niveau) of meer geleidelijk (in groeivoet) worden uitgevoerd. Bij sterke gewoontevorming (*habit formation*) ligt een groeivoetbenadering meer voor de hand.

Toezicht op communicatie, beleggingsbeleid en solvabiliteit

Een focus op de reële ambitie heeft ook consequenties voor het toezicht op pensioenfondsen. Toezicht moet ervoor zorgen dat de pensioenvooruitzichten die pensioenuitvoerders voorspiegelen aan hun deelnemers (in termen van de reële ambitie en de onzekerheid daarbij), worden gedekt door de financiële activa van het fonds. Bij het projecteren van pensioenresultaten moet de sector bijvoorbeeld uitgaan van realistische vooruitzichten voor

rendementen en bijbehorende risico's om te voorkomen dat de sector overspannen verwachtingen wekt bij de deelnemers. Ook moet erop worden toegezien dat het fonds het juiste beleggingsbeleid voert om deze verwachtingen waar te kunnen maken. Als een fonds garanties verstrekt, is solvabiliteitstoezicht nodig. Het kapitaal dat garant staat voor de garanties, moet namelijk groot genoeg blijven om de gegarandeerde rechten te kunnen blijven garanderen.

Toezicht op open contracten

Toezicht op open contracten moet voorkomen dat te veel risico naar de toekomst wordt doorgeschoven. Dat brengt de continuïteit van het pensioencontract in gevaar. De mate waarin schokken direct moeten worden afgerekend of tot uitdrukking komen in de solidariteitsdekkingsgraad, hangt af van de herstelkracht van pensioenfondsen. Voor grijze fondsen met een onzeker toekomstige draagvlak moet het toezicht eisen dat een groot deel van de schokken direct wordt afgerekend. Voor jongere fondsen met een stevige toekomstige premiebasis, mogen schokken voor een groter deel tot uitdrukking komen in de dekkingsgraad.

9. Referenties

- Benzoni, L., P. Collin-Dufresne, and R.S. Goldstein (2007), "Portfolio Choice over the Life-Cycle when the Stock and Labor Markets are Cointegrated", *Journal of Finance*, Vol. 62, No. 5, pp. 2123-2167.
- Bernatzi, S., and R. Thaler, 1995, "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, pp. 73-92.
- Boeijen T.A.H., C.E. Kortleve en J.H. Tamerus (2010), 'Van toezegging naar ambitie. Een betaalbaar reëel pensioen dat eerlijk is over de risico's en aanpasbaar voor exogene ontwikkelingen', NEA-paper 35, Netspar.
- Bonenkamp, J., A.L. Bovenberg, C. van Ewijk en E. Westerhout (2010), Report on the effects of the credit crisis on the solvency of Dutch pension funds and its economic consequences, Netspar Discussion Paper 07/2010-035, Netspar.
- Bovenberg, A.L. en C. van Ewijk (2011a). Designing the pension system: Conceptual framework, Netspar Discussion Paper, Netspar, forthcoming (also available as <http://www.netspar.nl/files/Evenementen/20101007/paper%20van%20ewijk.pdf>).
- Bovenberg, A.L. en C. van Ewijk (2011b). The future of multi-pillar pension systems, Netspar Discussion Paper, Netspar, forthcoming (also available as <http://www.netspar.nl/files/Evenementen/20101008/paper%20bovenberg.pdf>).
- Brown, J. and Th.E. Nijman (2011), Opportunities for Improving Pension Wealth Decumulation in the Netherlands, Netspar Discussion Paper, forthcoming (see also <http://www.netspar.nl/files/Evenementen/20101008/JBrown%20paper.pdf>).
- Commissie Parameters (2009) Advies betreffende parameters pensioenfondsen, Ministerie van SZW, Den Haag.
- Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen (2009). Een sterke tweede pijler, Naar een toekomstbestendig pensioenstelsel van aanvullende pensioenen, Ministerie van SZW, Den Haag.
- Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer (2010). Pensioen: "Onzekere zekerheid", Ministerie van SZW, Den Haag.
- De Nederlandsche Bank (2010), 'Naar nieuwe pensioencontracten: Wat zijn de voorkeuren van deelnemers?' mimeo, <http://www.dnb.nl/nieuws-en-publicaties/nieuwsoverzicht-en-archiefnieuws-2010/dnb24371.jsp>
- Ewijk, C. van en C. Teulings (2011). Nieuw pensioencontract onvermijdelijk, CPB Policy Brief 1, CPB.
- Ewijk, C. van en M. van de Ven (2002), "Pensioenvermogen vanuit macro-economisch perspectief", *Preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde 2002*, KVS, Amsterdam
- Ewijk, C. van en M. van de Ven (2004), 'Zekerheid in het geding. Analyse van het financieel toetsingskader voor pensioenfondsen', CPB Document 47.

- Mehlkopf, R., J. Bonenkamp, C. van Ewijk, H. ter Rele en E. Westerhout, 2011, 'Risicoverdeling bij hervorming van het aanvullend pensioen', Centraal Planbureau.
- Nijman Th.E., en A. Oerlemans (2008). Maatwerk in Nederlandse pensioenproducten, NEA-paper 8, Netspar
- Nijman, Th.E., en A.L. Bovenberg (2011). 'Het nieuwe Nederlandse pensioencontract en het toezicht daarop', in R. Maatman (red.), *00eR-bundel "Onderneming & Pensioen"*, forthcoming.
- OECD (2010). Economic Surveys: Netherlands 2010. Paris.
- Tamerus, J.H. (2008), 'Gaan we in het pensioencontract differentiëren?', *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, augustus 2008, nr 4, 100-106.
- Tamerus, J.H. (2009), 'Durven we de nominale garantie los te laten?', *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, april 2009, nummer 2, 34-41.

OVERZICHT UITGAVEN IN DE DESIGN PAPER SERIE

- 1 Naar een nieuw pensioencontract (2011)
Lans Bovenberg en Casper van Ewijk

Naar een nieuw pensioencontract

In dit paper bespreken Casper van Ewijk (CPB) en Lans Bovenberg (Tilburg University) het huidige pensioencontract en beschrijven ze een aantal bouwstenen van meer robuuste stelsels. Daarna bespreken ze hoe verschillende alternatieve systemen vermogensschokken uitsmeren over consumptie gedurende de levenscyclus. Tenslotte laten ze zien hoe meer recht kan worden gedaan aan de individuele omstandigheden van deelnemers.