

# Evaluatie van de financieringsopzet van Nederlandse pensioenfondsen

*Eduard Ponds*

*Veel Nederlandse pensioenfondsen hebben een middelloonregeling met risicobeheer op basis van zogenaamde beleidsstaffels. In een beleidsstaffel zijn de premie en de indexatie direct gerelateerd aan de financiële positie van een pensioenfonds. Ten opzichte van de oude praktijk hebben pensioenfondsen dankzij de staffels hun solvabiliteitsbeheer substantieel verbeterd. Bovendien is sprake van een welvaartsverbetering voor de deelnemers door de vergroting van intergenerationele risicodeling. Er liggen echter nog grote vraagstukken voor die de lange termijn houdbaarheid kunnen ondermijnen: ongewenste intragenerationele herverdelingseffecten, slecht gedefinieerde eigendomsverhoudingen en een uniform financieel beleid voor een heteroog deelnemersbestand. De bijdrage bespreekt mogelijke oplossingsrichtingen voor deze vraagstukken.*

## 1 Inleiding

Nederlandse pensioenfondsen verzorgen voor meer dan 90% van de werknemers een aanvullende pensioenregeling. Het belegd vermogen is ruim 700 miljard euro. Het is te voorzien dat bijna de helft van het toekomstig oudedagsinkomen van gepensioneerden afkomstig zal zijn van pensioenfondsen. De andere helft zal bestaan uit het AOW-pensioen en eigen besparingen. Pensioenfondsen zijn dus belangrijk voor Nederland. Veel Nederlandse pensioenfondsen zijn opgestart in de jaren vijftig. Tot recent waren veel van de door de fondsen verzorgde regelingen vormgegeven als een eindloonregeling met – de facto – onvoorwaardelijke indexatie van pensioenen aan de loongroei of de prijsinflatie. De premie diende in beginsel voldoende te zijn om nieuwe opbouw van pensioenaanspraken te financieren. De premie werd door veel fondsen ook ingezet als instrument van solvabiliteitsbeheer. Een situatie met hoge overdekking gaf grond om een

lage premie te vragen, bij een slechte financiële positie werd de premie verhoogd.

Pensioenen werden een belangrijk onderwerp in de Nederlandse beleidsdiscussie met de pensioencrisis in de eerste jaren na 2000 (vergelijk sectie 2). Als reactie op deze crisis pasten Nederlandse pensioenfondsen hun financieringsopzet aan. Veel fondsen gingen over naar middelloonregelingen met voorwaardelijke indexatie. Naast de premie werd daarmee ook de indexatie een instrument in het solvabiliteitsbeheer. Veelal is dit geregeld via een zogenaamde beleidsstaffel. De hoogte van premie en indexatie wordt met een beleidsstaffel direct gerelateerd aan de financiële positie van een pensioenfonds. Hierbij is geregeld dat een lage dekkingsgraad tot premieverhogingen en indexatiekortingen leidt. Bij een hoge dekkingsgraad kan volstaan worden met een kostendekkend premieniveau en volledige indexatie worden gegeven, eventueel aangevuld met inhaalindexatie ter compensatie van indexatiekortingen.

In deze bijdrage evalueer ik de invoering van beleidsstaffels. In zijn algemeenheid kan dit als positief worden beoordeeld (vergelijk sectie 3). De beleidsstaffels hebben geleid tot een substantiële verbetering van het solvabiliteitsbeheer bij pensioenfondsen. Ook is sprake van een welvaartsverbetering voor de deelnemers. De aanpassingen hebben geleid tot een verhoging van intergenerationele risicodeling en dit levert voordeel op voor de deelnemers – in elk geval vanuit een theoretisch perspectief. Verder is de invoering van de staffels als generationeel evenwichtig te zien. Een wijziging in de pensioenregeling of in de financieringsopzet kan gemakkelijk leiden tot intergenerationele overdrachten. De combinatie van de invoering van flexibele indexatie met een verhoging van de premie naar een kostendekkend niveau heeft er evenwel voor gezorgd dat overdrachten tussen de generaties beperkt zijn gebleven. Naast grote waardering ligt er nog een aantal lastige vraagstukken voor in de financieringsopzet van Nederlandse pensioenfondsen, die de houdbaarheid op langere termijn kunnen ondermijnen. In sectie 4 ga ik in op de mijn inziens belangrijkste vraagstukken en geef daarbij ook de mogelijke oplossingsrichtingen aan.

## **2 De overstap naar een hybride DB-DC systeem**

Pensioenen werden een belangrijk onderwerp in de Nederlandse beleidsdiscussie met de pensioencrisis in de eerste jaren na 2000. Die crisis was het gevolg van twee ontwikkelingen. Dit betreft allereerst de introductie van fair value principes in de verantwoording door de pensioenfondsen van hun financiële positie. De overstap naar fair value accounting maakte

de grote omvang van de financiële risico's in de financiering van pensioenen expliciet. Bovendien werd door fair value accounting duidelijk dat de financiële positie van pensioenfondsen direct gerelateerd is aan de ontwikkelingen van financiële markten. Juist in die periode van de overstap naar fair value accounting ontwikkelden de financiële markten zich voor pensioenfondsen zeer ongunstig. Er was wereldwijd sprake van een sterke koersval van aandelen waardoor het belegd vermogen sterk afnam. Daarnaast deed zich een rentedaling voor die leidde tot een sterke stijging van de waarde van de pensioenverplichtingen. Deze ontwikkelingen op de financiële markten hebben gezamenlijk tot een sterke daling van de dekkingsgraden geleid. De lage dekkingsgraden zette de toenmalige toezichthouder van de pensioensector, de Pensioen- en Verzekeringskamer, aan tot het formuleren van expliciete richtlijnen hoe en binnen welke periode de pensioenfondsen dienden te komen tot financieel herstel. De opstelling van deze zogenaamde herstelplannen confronteerden de pensioenfondsen met het probleem wie van de belanghebbenden moest betalen voor de ontstane tekorten in de dekking. De pensioencrisis maakte duidelijk dat één van de kernvragen in collectief risicodragen in feite nooit goed gesteld is geweest, laat staan helder beantwoord. Die kernvraag is: "Wie draagt wanneer in welke mate de risico's in de financieringsopzet?" Of anders gesteld, wie is verantwoordelijk voor het aanzuiveren van een tekort in de financiering en aan wie valt een overschot in de financiering toe?<sup>1</sup> Zijn dat de werkenden, de gepensioneerden, de toekomstige deelnemers, de werkgever(s)? Dit probleem van slecht gedefinieerde eigendomsrechten binnen pensioenfondsen deed zich ook voor in andere landen met een grote rol voor pensioenfondsen, zoals de Verenigde Staten en Groot-Brittannië. In die landen werd in veel gevallen de "oplossing" voor de tekorten bij pensioenfondsen gevonden door te stoppen met collectieve regelingen verzorgd door pensioenfondsen en over te stappen naar individuele regelingen, waarbij werknemers zelf de risico's in de financiering van pensioenen moeten gaan dragen. In Nederland daarentegen bestond er een grote weerstand om over te gaan naar individuele regelingen. In de pensioendiscussie van die tijd was sprake van vele, vaak uiteenlopende standpunten. Maar alle partijen konden zich toen verenigen in een breed gedragen streven om pensioenregelingen te blijven stutten op collectiviteit en solidariteit. Er was en is sprake van een Nederland-brede aversie tegen individuele pensioenregelingen.

---

<sup>1</sup> In de afgelopen 20 jaar zijn er twee perioden geweest waarin juist de toedeling van financiële overschotten een groot thema was, vergelijk de periode eind jaren tachtig met de discussie naar aanleiding van het wetsvoorstel Brede Herwaardering, en de periode tweede helft van de jaren negentig met de discussie naar aanleiding van de praktijk van lage premies en zelfs premierestituties.

Nederlandse pensioenfondsen vonden dan ook een andere uitweg uit de pensioencrisis. Er is overgestapt naar middelloonregelingen met voorwaardelijke indexatie, waarbij het solvabiliteitsbeheer geregeld wordt met de invoering van zogenaamde beleidsstaffels (vergelijk Ponds 2003a en van Dalen 2003 voor de eerste voorstellen). Bij een aantal pensioenfondsen, met name de ondernemingspensioenfondsen, is ook nog de stap gezet om de rol van de werkgever in het risicodraagvlak te beperken of zelfs expliciet uit te sluiten. Deze fondsen evolueren met een dergelijke stap tot stand-alone pensioenfondsen geheel gebaseerd op intergenerationele risicodeling tussen huidige en toekomstige deelnemers. Dit type regeling is nu bekend als collectief DC. De verwachting is dat in de komende jaren bij meer pensioenfondsen een inperking van de rol van de werkgever in het risicodraagvlak zal plaatsvinden en dat dus meer pensioenfondsen een collectief DC als regeling zullen hebben. Het belang van intergenerationele risicodeling zal daardoor dan ook bij Nederlandse pensioenfondsen verder toenemen.

### 3 Evaluatie invoering beleidsstaffel

Voor de evaluatie van de effecten van de introductie van de beleidsstaffel maak ik gebruik van ALM (Asset Liability Management) als analysekader. Het ALM-kader is vandaag de dag een zeer belangrijke tool voor pensioenfondsen om hun beleid te evalueren. ALM-studies hebben een grote vlucht genomen in Nederland. Inmiddels bestaan er drie typen van ALM-studies die alle drie waardevol zijn bij het beoordelen van beleidsstaffels. Het betreft wat ik noem ten eerste klassiek ALM, ten tweede value-based ALM en ten derde utility-based ALM.

**Klassiek ALM: solvabiliteit.** In de onderstaande tabel wordt voor een gestileerd pensioenfonds een vergelijking gemaakt tussen een drietal varianten in de financieringsopzet van dit fonds. De eerste variant is de financieringsopzet die Nederlandse pensioenfondsen hanteerden in de naoorlogse periode. Indexatie werd de facto altijd gegeven en de premie was het instrument om de ontwikkeling van de dekkingsgraad bij te sturen. De tweede variant betreft de invoering van de beleidsstaffel, waarbij indexatie en premie flexibel zijn en gerelateerd aan de dekkingsgraad. In de derde variant wordt naast de invoering van beleidsstaffel ook de premie verhoogd naar minimaal een kostendekkend niveau in lijn met de nieuwe richtlijnen van de toezichthouder die ingesteld werden na de pensioencrisis.

De ALM-studie omvat een periode van 20 jaar. De startdekkingsgraad is gelijk aan 130% nominaal (dit is 90% reëel). De vergelijking van de vari-

anten vindt plaats aan de hand van een drietal typische indicatoren van een klassieke ALM studie. In de tabel is ten eerste het solvabiliteitsrisico weergegeven, gemeten als de kans op tenminste één keer een nominale dekkinggraad kleiner dan 100% in die 20 jaar. Daarnaast is het premierisico vermeld, dat gemeten is als de gemiddelde verandering in het premieniveau van jaar op jaar. Als derde indicator is het indexatierisico vermeld, gemeten als de kans op indexatiekortingen aan het einde van de 20-jaars periode.

De tabel maakt duidelijk dat de invoering van de beleidsstaffel en het hanteren van een kostendekkende premie tot een aanzienlijke daling van het solvabiliteitsrisico hebben geleid. Als de naoorlogse praktijk zonder meer was voortgezet zou het solvabiliteitsrisico uitkomen op 19%. Met de aanpassingen is het solvabiliteitsrisico teruggebracht tot minder dan 1%. Deze verbetering in de solvabiliteitspositie is gerealiseerd door via de aanpasbare indexatie een deel van het pensioenfondsisico bij de deelnemers neer te leggen. Daarnaast leidt de verhoging van de premie naar een kostendekkend niveau tot een hogere gemiddelde dekkinggraad dat ook tot een verdere reductie van de kans op onderdekking leidt. Bovendien sluit een gemiddeld hogere dekkinggraad een beter indexatieresultaat in.

De pensioenfondsen hebben dus een verbetering van hun solvabiliteit kunnen realiseren door deelnemers via aanpasbare pensioenen een deel van het financieringsrisico te laten dragen en door werknemers een hogere premie te laten betalen. Maar hoe werkt dit uit op de verschillende bij het pensioenfonds betrokken generaties? En is deze aanpassing nu ook een verbetering in welvaartstermen voor de deelnemers? Op deze twee vragen ga ik nu in.

**Tabel 1** . Klassiek ALM resultaten voor een drietal pensioenregelingen

	Naoorlogse praktijk	Beleidsstaffel	Beleidsstaffel + kostendekkende premie
		%	
Solvabiliteitsrisico <sup>a</sup>	19	5	<1
Premierisico <sup>b</sup>	<2	<2	<1
Indexatierisico <sup>c</sup>	0	39	19

Bron: eigen berekening

<sup>a</sup> Kans nominale dekkinggraad kleiner dan 100% over 20 jaar.

<sup>b</sup> Gemiddelde premiesprong per jaar.

<sup>c</sup> Kans op indexatiekortingen na 20 jaar.

Toelichting: De startdekkinggraad is 130% nominaal (90% reëel). Het beleggingsbeleid is gebaseerd op 60% reële activa en 40% nominale activa. Het rendement op deze mix is 7%. De loongroei is 3% verwacht. Het mismatchrisico bedraagt 10%. De ALM studie is uitgevoerd voor een periode van 20 jaar.

**Value-based ALM: intergenerationale overdrachten.** In een recente publicatie heb ik de zogenaamde methodiek van value-based generational accounting voorgesteld (Ponds 2003b). Doel van deze methodiek is om waardeoverdrachten tussen generaties binnen een pensioenfonds met financiering gebaseerd op intergenerationale solidariteit in beeld te brengen. Deze aanpak leent zich bij uitstek om na te gaan in hoeverre een beleidsaanpassing tot een evenwichtige verdeling van baten, lasten en risico's leidt over de aan het pensioenfonds deelnemende generaties.

Alvorens in te gaan op de resultaten van deze analyse wil ik eerst kort de methodiek van value-based generational accounting toelichten.

Een pensioenfonds is een geheel van belanghebbenden. De inhoud van het pensioencontract is bepalend voor de waarde van de claims die elk van de belanghebbenden op het pensioenfonds hebben. De claim van een deelnemer is het samenstel van opgebouwde rechten plus indexatietoezeggingen plus aanspraken op het residu minus premie-inleg.

De som van de claims van alle deelnemers is altijd gelijk aan de waarde van het vermogen van het fonds. Immers, de totale waarde van alle claims van de deelnemers op enig moment in de tijd kan nooit groter zijn dan het totale vermogen van het fonds op dat moment. Veranderingen in de financieringsopzet (bijvoorbeeld een aanpassing van de beleggingsmix of van de premiemethodiek) of veranderingen in de regels over de risicoverdeling tussen deelnemers (bijvoorbeeld een aanpassing van de regels betreffende voorwaardelijke indexatie of een verandering in tempo van inhaalindexatie) hebben tot gevolg dat de claims van de belanghebbenden in waarde veranderen. Daarbij blijft gelden dat de totale waarde van alle claims op moment van een beleidsaanpassing zich niet wijzigt. Het pensioenfonds is in dit verband dan ook te kenmerken als een zero-sum game (nulsomspel). Het vermogen is immers niet toe- of afgenomen door een beleidsverandering. Wel kan een beleidsverandering leiden tot verandering in de waarde van de afzonderlijke claims van de belanghebbenden. Juist doordat het pensioenfonds een zero-sum game is, zal daarbij gelden dat wat de ene partij wint aan waarde ten koste gaat van een of meer van de andere partijen waar sprake is van waardeverlies. Er vinden dan in feite waardeoverdrachten tussen de partijen plaats. Deze waardeoverdrachten zijn nu te analyseren met de methode van value-based generational accounting. In feite is deze methodiek een samenstel van generational accounting bekend van overheidsfinanciën (vgl. Kotlikoff 2002.) en value-based ALM (vgl. Kortleve & Ponds 2006).

Met mijn ABP-collega Roy Hoevenaars heb ik de methode toegepast op een reëel bestaand pensioenfonds (Hoevenaars & Ponds 2008). We zijn onder meer nagegaan wat de effecten zijn geweest van de verandering in de financieringsopzet van pensioenfondsen als reactie op de pensioencrisis

in de periode na 2000, in de kern bestaande uit de invoering van de beleidsstaffel en de verhoging van de premie naar een kostendekkend niveau.<sup>2</sup>

De onderstaande figuur 1 laat de effecten zien voor de generaties. De evaluatie beslaat een periode van 20 jaar. Op de horizontale as van de figuur zijn de leeftijden van de verschillende generaties vermeld in het jaar 2006. Op de verticale as staat op welke wijze de claim van elk van de generaties op het pensioenfonds zich wijzigt als gevolg van de aanpassing in de inhoud en financieringsopzet van de regeling. De veranderingen in de claims zijn uitgedrukt in procenten van de totale waarde nominale verplichtingen in 2006. De verandering in de claim van een generatie kan positief zijn in welk geval de betreffende generatie voordeel heeft bij de verandering. Een negatieve uitkomst leidt tot nadeel voor een generatie. De som van alle generatierekeningen moet noodzakelijkerwijs uitkomen op nul. Een beleidsaanpassing leidt immers niet tot meer of minder waarde in het pensioenfonds.<sup>3</sup>

Figuur 1 laat twee lijnen zien. De gestippelde lijn geeft het effect aan voor de generaties als gevolg van de omzetting van de vigerende eindloonregeling met de facto onvoorwaardelijke indexatie naar een middelloonregeling met indexatie voorwaardelijk op de financiële positie van het pensioenfonds, geregeld via de inzet van een beleidsstaffel. Het beeld is dat jongeren aan waarde winnen, terwijl de oudere deelnemers waarde verliezen. De verklaring hiervoor is dat de oudere deelnemers via de conditionele indexatie ook gaan deelnemen in het risicodraagvlak, zodat jongere deelnemers minder risico hoeven te absorberen.

De aaneengesloten lijn geeft het effect voor de generaties aan van een door de toezichthouder opgelegde vereiste van een premiestelling gebaseerd op een kostendekkend rendement. Nu zijn het de jongeren die waardeverlies leiden als gevolg van de hogere premie. De ouderen winnen waarde, doordat de hogere premie-inleg leidt tot een hogere dekking van de aanspraken, waardoor de onzekerheid rond de lopende en toekomstige indexatie afneemt.

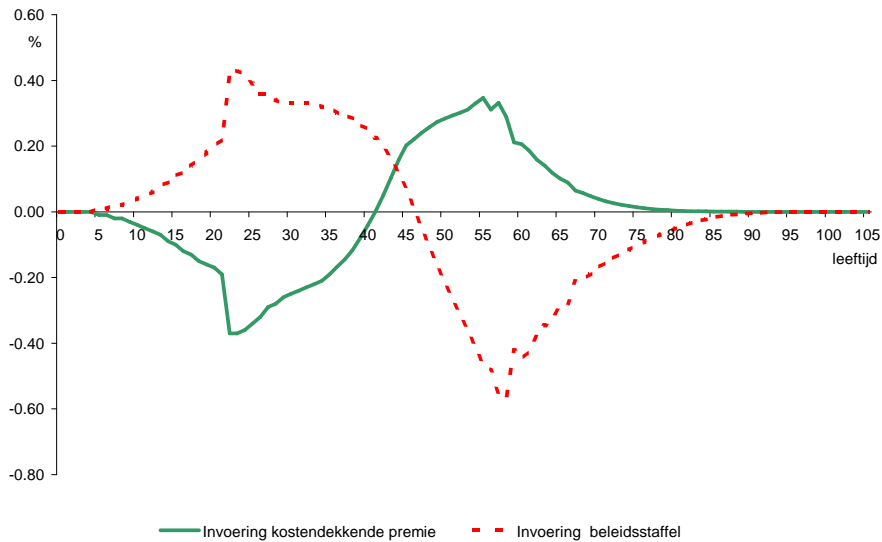
De combinatie van de invoering van flexibele indexatie met een verhoging van de premie naar een kostendekkend niveau heeft er voor gezorgd dat overdrachten tussen de generaties beperkt zijn gebleven.

---

<sup>2</sup> Bij veel pensioenfondsen was de premie in de jaren negentig sterk verlaagd door de hoge dekkingsgraden in de jaren negentig. Bij een aantal fondsen is zelfs overgegaan op premierestitutie.

<sup>3</sup> De methodiek geeft inzicht in het effect van beleidswijzigingen voor de verschillende generaties, maar het zegt niets over de vraag of de uitgangssituatie al dan niet fair is voor de betrokkenen.

**Figuur 1** Waardeoverdrachten tussen generaties als gevolg van beleidsaanpassingen 2006-2025 (in % van de totale nominale verplichtingen)



Bron: Hoevenaars en Ponds (2008).

Het voorgaande laat zien dat een beleidsverandering tot overdrachten tussen generaties kan leiden en daardoor grote gevolgen kan hebben voor de positie van de verschillende generaties. De methodiek van value-based generational accounting stelt pensioenfondsbesteders in staat om met een zorgvuldige keuze van beleidsparameters aanpassingen in het beleid zo in te vullen dat de overdrachten tussen generaties zo klein mogelijk zijn.

**Utility-based ALM: welvaartsaspecten van risicodeling tussen generaties.** Ik wil nu ingaan op de derde methode om het bijgestelde pensioencontract te beoordelen, utility-based ALM. Deze methode helpt ons bij het beantwoorden van de vraag of de invoering van de beleidsstaffel ook vanuit een welvaarts oogpunt goed is geweest. Elke verandering in het pensioencontract leidt tot een andere invulling van de wijze waarop het risico in de financiering gedragen wordt door de verschillende generaties. Welvaartsaspecten van pensioenregelingen zijn aan de hand van een utility-based ALM studie te bestuderen. Op dit terrein heb ik samen met Jiajia



Cui en Frank de Jong een working paper geschreven (Cui et al. 2007), waarvan ik met u een aantal resultaten wil delen.<sup>4</sup>

In het paper gaan we uit van een ideale economische marktsetting waar slechts één markt ontbreekt, namelijk een markt waarin huidige en toekomstige generaties risico's met elkaar kunnen verhandelen. Verder kunnen individuen en pensioenfondsen elke gewenste positie innemen op de vermogensmarkt met inachtneming van de twee gebruikelijke restricties, te weten: de restricties van short-sales en inlenen. In deze setting hebben we een aantal collectieve regelingen die in de realiteit door pensioenfondsen worden verzorgd vergeleken met twee individuele regelingen. De vergelijking is gebaseerd op een standaard nutsfunctie met constante relatieve risicoaversie, waarbij het individu streeft naar een optimale spreiding van zijn levensduurinkomen over consumptie gedurende zijn levenscyclus. Er is verder verondersteld dat individuen geen andere oudedagsvoorziening aanhouden dan de bestudeerde regeling zelf.

De onderstaande tabel geeft voor vier van de bestudeerde regelingen het effect aan voor de welvaartspositie van een individuele deelnemer. Bij de berekening van de welvaart is eerst een klassieke ALM studie uitgevoerd. Vervolgens is voor een 25-jarige nieuwe deelnemer de welvaart gemeten voor elk van de vier regelingen. Deze meting van de welvaart is gedaan aan de hand van het zekerheidsequivalent van de consumptie over de gehele levenscyclus heen van deze 25-jarige.

De eerste van de vier bestudeerde pensioenregelingen is een individuele regeling die in de praktijk veel voorkomt. Het is een Defined Contribution regeling met een vaste premie. Het individu heeft wel de mogelijkheid om elk jaar de beleggingsmix van zijn regeling aanpassen, ook na pensionering. De welvaartspositie die het individu met deze regeling kan realiseren is genormaliseerd op 100.

De tweede regeling is ook een individuele DC regeling, maar het individu kan nu elk jaar naast zijn beleggingsmix ook zijn premie-inleg aanpassen. De inzet van een extra instrument om risico te absorberen leidt tot een welvaartsverbetering van 2,8% per jaar. Deze regeling komt in de praktijk weinig voor.

De derde en de vierde regeling zijn collectief van aard en vangen fluctuaties in de dekkingsgraad op via intergenerationele risicodeling. Bij deze twee regelingen is verondersteld dat een eenmaal gekozen beleggingsbeleid niet wordt aangepast. De traditionele DB regeling is de regeling die in Nederland door veel pensioenfondsen werd verzorgd in de naoorlogse pe-

---

<sup>4</sup> Vergelijkbare welvaartseffecten van intergenerationele risicodeling zijn te vinden in de studies van Bovenberg et al. (2007) en Teulings & de Vries (2006).

riode tot begin 2000. Risico werd enkel opgevangen door aanpassingen in de premie. Ten opzichte van de eerste regeling is sprake van een hogere welvaart ter grootte van 2,5% per jaar. In de vierde regeling, de regeling met beleidsstaffel, wordt naast het premie-instrument ook het indexatie-instrument ingezet om de dekkingsgraad van het pensioenfonds bij te sturen. Er is nu sprake van een toename van de welvaart van 4,2% per jaar ten opzichte van de realistische DC regeling. De uitkomst van 4,2% welvaartverbetering is substantieel, want 4,2% verbetering in termen van zekerheidsequivalent consumptie is vergelijkbaar met bijvoorbeeld ruim 2 jaarsalarissen aan extra consumptie over de levenscyclus of bijvoorbeeld met ruim 2 jaar korter werken<sup>5</sup> Dit zijn grote welvaartswinsten die een collectief kan realiseren ten opzichte van individuele regelingen.

**Tabel 2** Welvaartswinst per jaar

	Stuurinstrumentarium	Verandering welvaart per jaar
Individuele regelingen		
DC: realistisch	Beleggingsbeleid	100
DC: optimaal	Beleggingsbeleid en Premie	+2.8%
Collectieve regelingen		
Traditioneel DB	Premie	+2.5%
Collectief DC	Premie en Indexatie	+4.2%

Bron: Cui et al. 2007.

Elk model is noodzakelijkerwijs een gestileerde weergave van de complexe realiteit. Een volledige welvaartanalyse van collectieve regelingen zal ook andere aspecten moeten insluiten. Ik noem een aantal van de belangrijkste aspecten. Deze aspecten kunnen zowel tot meer welvaart alsook tot minder welvaart voor de deelnemers leiden. Allereerst zijn er welvaartskosten uit hoofde van het gebrek van maatwerk. Collectieve regelingen houden doorgaans geen rekening met de heterogeniteit in behoeften en omstandigheden van de deelnemers en leggen aan alle deelnemers dezelfde premie- en indexatieregels op (vgl. Bovenberg et al. 2007; Nijman & Oerlemans 2008). Anderzijds zijn er in de realiteit grote welvaartswinsten te onderkennen dankzij ten eerste de lage kosten van collectieve regelingen als gevolg van schaalvoordelen en ten tweede de omstandigheid dat pro-

<sup>5</sup> Bij deze berekeningen is verondersteld dat de verwachte duur van de deelname aan de pensioenregeling 55 jaar is, uitgaande van een verwachte intrede op leeftijd 25 en verwacht overlijden op leeftijd 80.

fessionals de beslissingen nemen namens de individuele deelnemers die dat zelf niet willen en dat ook niet kunnen (Prast et al. 2005).

**Conclusies uit evaluatie beleidsstaffel.** Uit de evaluatie van de invoering van de beleidsstaffel zijn drie belangrijke conclusies te trekken. Ten eerste, de invoering van beleidsstaffels heeft geleid tot een substantiële verbetering van het solvabiliteitsbeheer bij pensioenfondsen. Ten tweede, wijzigingen in de pensioenregeling of in de financieringsopzet zullen leiden tot intergenerationele overdrachten. De combinatie van de invoering van flexibele indexatie met een verhoging van de premie naar een kostendekkend niveau heeft er voor gezorgd dat overdrachten tussen de generaties beperkt zijn gebleven. Ten derde hebben de recente aanpassingen van Nederlandse pensioenfondsen geleid tot een welvaartsverbetering voor de deelnemers. De aanpassingen hebben de facto geleid tot een vergroting van intergenerationele risicodeling en dit levert voordeel op voor de deelnemers – in elk geval vanuit een theoretisch perspectief.

Kortom de aanpassing van de regeling richting een hybride DB-DC regeling is dus om meerdere redenen als een verbetering te zien. Kan de pensioenfondsector nu een pas op de plaats maken en voor lange tijd tevreden achterover leunen?

Neen, allerminst. Er blijven probleemvelden liggen die er in toenemende mate toe zullen leiden dat de opzet van de regeling ter discussie wordt gesteld. De volgende paragraaf gaat hier op in.

## 4 Openstaande vragen

**Kernelementen financieringsopzet.** Het Nederlandse pensioenfondsenstelsel is in essentie gebaseerd op verplichte deelname en collectieve risicodeling. Binnen deze setting hebben de Nederlandse pensioenfondsen de kernparameters in grote mate op dezelfde wijze ingevuld:

- i Uniforme pensioenopbouw voor alle actieve deelnemers: Elke werknemer ongeacht geslacht en leeftijd bouwt per jaar een gelijk recht per dienstjaar op, veelal rond de 2% van het pensioengevend salaris.
- ii Uniforme premie voor alle actieve deelnemers: Elke werknemer betaalt dezelfde doorsneepremie als percentage van het pensioengevend salaris, ongeacht leeftijd, inkomen of geslacht. De doorsneepremie dient allereerst ter dekking van de nieuwe opbouw per dienstjaar en ten tweede kan de premie ingezet worden voor het bijsturen van de dekkingsgraad.

- iii Uniform indexatiebeleid voor alle deelnemers: De opgebouwde aanspraken van alle deelnemers worden jaarlijks op dezelfde wijze opgehoogd met veelal de loongroei of de prijsinflatie als referentievariabele.
- iv Uniform beleggingsbeleid voor alle deelnemers: Voor alle deelnemers wordt hetzelfde beleggingsbeleid gevoerd. De deelnemers ongeacht leeftijd hebben daardoor hetzelfde risicoprofiel

Naast grote waardering is er ook onbehagen bij de bestaande systematiek. Mijns inziens is dat onbehagen in essentie terug te voeren op drie velden van vraagstukken.<sup>6</sup> Allereerst is er onbehagen over velerlei vormen van herverdelingseffecten tussen deelnemers doordat een uniforme financieringsopzet wordt opgelegd aan een heterogeen bestand van deelnemers. Een tweede onbehagen betreft slecht gedefinieerde eigendomsverhoudingen. Ten derde is er onbehagen doordat het uniforme financieringsbeleid aan alle deelnemers hetzelfde risicoprofiel oplegt.

**Herverdelingseffecten.** Herverdelingseffecten tussen deelnemers ontstaan door de combinatie van uniforme opbouw en uniforme premie, de doorsneepremie. De omvang van de verschillende herverdelingseffecten is recent goed in beeld gebracht. Allereerst wil ik verwijzen naar de PGM-studie van Boeijen en anderen (Boeijen et al. 2006) over het omslagelement in de systematiek van de doorsneepremie die jaarlijks tot overdrachten leidt van jonge naar oude werknemers. Daarnaast zijn er de studies van Aarssen en Kuipers (2006) en die van Bonenkamp (2007) naar de grootte van intragenerationele overdrachten. Er vinden men name overdrachten plaats van mannen naar vrouwen en van lage inkomens naar hoge inkomens als gevolg van verschillen in verwachte levensduur.

Deze vormen van overdrachten zijn altijd aanwezig geweest in de financieringsopzet van de Nederlandse pensioenfondsen. Kennelijk werd dit tot dusverre als onvermijdelijk bijproduct gepercipieerd van een verplicht gestelde collectieve regeling die per saldo voordeel oplevert voor alle deelnemers<sup>7</sup>. Mocht het draagvlak hiervoor eroderen, dan is het belangrijk om

---

<sup>6</sup> Onbehagen is deels ook terug te voeren op een vermeend gebrek aan transparantie. In de afgelopen jaren hebben pensioenfondsen op dit aspect grote verbeteringen doorgevoerd. Wel is af te vragen of individuele deelnemers in staat zijn om de 'contingent-claim' karakter van conditionele indexatie te onderkennen en dit op adequate wijze mee te nemen in hun beslissingen. Pensioenfondsen zouden de individuele deelnemers op dit terrein helpen door het hanteren van eenvoudige staffels met heldere communicatie over hoe groot de indexatierisico's zijn. Vergelijk ook Ponds en Van Riel (2008).

<sup>7</sup> Vergelijk Deken *et al.* (2006) over motivatie en acceptatie solidariteit en herverdeling *ex-post* in verplicht gestelde collectieve oudedagsvoorzieningen.

te onderkennen dat deze typen van overdrachten in technische zin goed oplosbaar zijn (vgl. Boeijen et al. 2006). Hiervoor is het nodig dat de opbouw en de premiestelling niet langer uniform zijn, maar dat er in de opbouw en/of in de premiestelling een differentiatie plaats vindt naar leeftijd of naar deelnemerscategorie (bijvoorbeeld naar mannen en vrouwen en naar hoge en lage inkomens).

Met nadruk is op te merken dat een gedifferentieerde opbouw of premie gezinszins insluit dat naar een individuele regeling moet worden overgestapt. De hoge kwaliteit van het Nederlandse pensioenfondssysteem is in essentie geënt op verplichte deelname, collectieve risicodeling en systeem van waardeoverdrachten. Deze kernelementen blijven onverminderd hun kracht behouden als binnen een collectieve regeling overgegaan wordt op gedifferentieerde opbouw of premiestelling.

**Eigendomsrechten: ‘Wie risico draagt bepaalt’.** Pensioencontracten van Nederlandse pensioenfondsen waren in de naoorlogse periode gekenmerkt door slecht geformuleerde eigendomsrechten. Een groot aantal pensioenfondsen heeft sinds enkele jaren beleidsstaffels met expliciete regels voor indexatietoekenningen en premiebepaling ingevoerd. Hierdoor is beter geregeld hoe de betrokken partijen meedelen in mee- en tegenvallers. Daarentegen is de toedeling van een ruime overdekking voorbij de bovengrens van beleidsstaffel of de toedeling van nominale onderdekking bij veel fondsen nog steeds niet of onvolledig ingevuld.

Verdelingsconflicten kunnen zich daardoor opnieuw in de toekomst voordoen. Het is dan ook van belang dat er een verdeelsleutel (‘closure rule’) wordt geformuleerd op basis waarvan op elk moment in de tijd expliciet is geregeld hoe het vermogen toedeelbaar is over de belanghebbenden en wie in welke mate draagt risico, met name ook in situaties van ruime overdekking of nominaal tekort. Deze verdeelsleutel is ook bruikbaar bij de toedeling van stemrecht over de belanghebbenden en hun vertegenwoordigers.

De eigendomsrechten dienen mijns inziens gebaseerd te worden op een eenvoudige principe, namelijk: wie risico draagt, bepaalt. Het aandeel van de belanghebbenden in het risicodraagvlak kan worden bepaald door het pensioenfonds te zien als een aggregaat van embedded options (vergelijk Hoevenaars en Ponds 2008; Kocken 2006). De som van embedded options is gelijk aan de waarde van het vermogen van het pensioenfonds op enig moment in de tijd. Het eigendomsrecht van elk van de belanghebbenden is in deze aanpak nu bepaald door de relatieve grootte van de embedded options in handen van die belanghebbenden. De claim op een overschot of tekort zal daardoor groter zijn naarmate de betrokkene meer risico draagt. Deze aanpak vereist wel dat pensioencontracten volledig expliciet zijn ten

aanzien van de vraag wie wanneer welk deel van het financiële risico draagt.

**Uniforme financieringsopzet en risicoprofiel over de levenscyclus.** Een derde veld van onbehagen hangt samen met de vraag hoe voor een collectief van jong en oud het optimale financieringsbeleid moet worden ingevuld. Wat dient het ijkpunt te zijn voor beleid? Het deelnemersbestand is een samenstel van jonge en oude deelnemers, van actieven en inactieven. Voor elk van deze groepen is het in beginsel mogelijk om te komen tot een optimaal financieel beleid. Maar hoe moet optimaal beleid voor het collectief worden vastgesteld? In feite is het niet mogelijk om voor een collectief tot de opstelling van een optimaal beleid te komen. Er ontbreekt een eenduidige doelstellingsfunctie. In de praktijk moet daarom gekozen worden voor een beleid dat het “meest acceptabel” is gegeven de uiteenlopende voorkeuren en deelbelangen van groepen verzekerden. Pensioenfondsen hebben steeds nagestreefd om een balans te vinden tussen verschillende doelen: i betaalbaarheid van de regeling (premie), ii adequate zekerheid rond de indexatie van opgebouwde aanspraken en iii solvabiliteitseisen van de toezichthouder.

Een groot aantal pensioenfondsen in Nederland wordt steeds ouder<sup>8</sup>. Het overzicht in tabel 3 geeft een idee van de mate van vergrijzing van de pensioenfondsen. In dit overzicht staat het relatieve belang van gepensioneerden en slapers in de voorziening pensioenverplichtingen.

Op de eerste regel is dat vermeld voor alle Nederlandse pensioenfondsen. Dat relatieve belang van gepensioneerden was in 2001 47%. In 2006 is dat gestegen naar 50%. Een toename met 3%-punt. In de komende jaren zal dat percentage gestaag toenemen.

De tweede regel geeft dat weer voor het pensioenfonds ABP. In 2001 is het belang van de gepensioneerden en overige niet-actieven 48%, in 2006 is dat toegenomen tot 53% en de projectie voor 2016 is dat het belang gestegen zal zijn tot 73%, een toename met 20%-punt ten opzichte van nu!! Binnen 10 jaar is dus driekwart van de voorziening toe te rekenen aan deelnemers die met pensioen zijn of anderszins niet meer actief zijn bij overheid en onderwijs.

---

<sup>8</sup> De vergrijzing van Nederlandse pensioenfondsen kent verschillende oorzaken. Veel pensioenfondsen stammen uit de jaren vijftig. De cohorten die thans en in de komende jaren met pensioen gaan zijn de eersten die in staat zijn geweest om een volledige pensioenopbouw te doorlopen. Bovendien betreft dit de babyboom cohorten die relatief groot van omvang zijn. Deels wordt de vergrijzing van fondsen veroorzaakt door inkrimpende bedrijfstakken. Tegenover grijze fondsen staan ook jonge fondsen.

**Tabel 3** Relatief belang gepensioneerden en overige niet-activen in Voorziening Pensioen Verplichtingen<sup>a</sup>

	2001	2006	2016	2026
			%	
Alle pensioenfondsen	47	50	nb	nb
Waarvan ABP	48	53	73	75

Bron: DNB resp. ABP.

<sup>a</sup> Ouderdomspensioenen, nabestaandepensioenen en FPU.

De voorziene vergrijzing is een indrukwekkende ontwikkeling. Het kan niet anders zijn dat dit gevolgen moet hebben voor de invulling van het financiële beleid van het pensioenfonds ABP. De oudere deelnemer zal vooral een voorkeur kennen voor een beleid gericht op indexatiezekerheid. Inspelen op deze wens kan een conservatiever ingevuld beleggingsbeleid betekenen. Een conservatiever beleggingsbeleid is echter niet optimaal voor de jongere deelnemers. Een dergelijk conservatief beleid zal immers tot gevolg hebben dat het niveau van de kostendekkende premie omhoog zal gaan. Nieuwe aanspraken inclusief indexatie dienen gedekt te worden door de som van premies plus beleggingsopbrengsten. Een conservatiever beleggingsbeleid leidt tot een lager rendement en dus zal de premie omhoog moeten om de toekomstige uitkeringen ook te kunnen financieren door adequate vermogensvorming. Een hogere premie betekent dat de jongeren een groter deel van hun levensduurinkomen kwijt zullen zijn in de vorm van hogere pensioenpremies in vergelijking met de situatie waarin ze deelnemen aan een jong pensioenfonds met een risicotolerant beleggingsbeleid dat een lage premie-inleg mogelijk maakt.<sup>9</sup> Ook zonder aanpassing van de beleggingsmix zal de premie bij ABP stijgen. De vergrijzing van het fonds leidt niet alleen tot meer gepensioneerden maar ook neemt de gemiddelde leeftijd van het actievenbestand toe wat een hogere kostendekkende premie impliceert.<sup>10</sup>

In de discussie wordt ingebracht om het pensioen- en beleggingsbeleid te differentiëren naar leeftijd (vgl. bijvoorbeeld Teulings and de Vries 2006). Jongeren kunnen zich veroorloven meer risicodragend te beleggen dan ouderen, allereerst omdat het opgebouwd pensioenvermogen nog maar een klein deel uitmaakt van hun totale vermogen, bestaande uit financieel

<sup>9</sup> Ter oriëntatie: Een aanpassing van de mix van nu 60-40 naar 40-60 zal leiden tot een premiestijging van 4% van het pensioengevend salaris. Een jongere met een doorsneelooppbaan van circa 30 dienstjaren zal daardoor  $30 \cdot 4\% = 120\%$ -punt extra kwijt zijn aan premie-inleg. Dit is meer dan 1 keer het pensioengevend jaarsalaris van de in totaal 30 die deze persoon in zijn/haar carrière bij de overheid naar verwachting zal gaan verdienen.

<sup>10</sup> Projecties hieraangaande geven aan dat de premie als gevolg van de vergrijzing van het actievenbestand stijgt met bijna 1%-punt in 2015.

vermogen en menselijk kapitaal (zijnde het nog te verdienen looninkomen in de toekomstige arbeidsjaren) en ten tweede ook omdat zij nog een grote capaciteit hebben om risico te absorberen via bijvoorbeeld het aanpassen van hun oudedagbesparingen en arbeidsduur. Een naar leeftijd gedifferentieerd beleid sluit aan bij de moderne theorievorming van optimal lifecycle planning (Bodie et al. 2007). Deze benadering geeft aan dat jonge deelnemers aan het begin van hun carrière juist veel aandelenrisico moeten aangaan, dit uit oogpunt van risicodiversificatie tussen menselijk kapitaal en financieel kapitaal. Later in de carrière dienen de deelnemers het aandelenrisico te verminderen en met het oog op inkomenszekerheid meer in minder risicovolle categorieën moeten beleggen, in het bijzonder (index-)obligaties.

Is het mogelijk is om de inzichten van optimal lifecycle planning te integreren in een collectieve pensioenregeling met financiering gebaseerd op intergenerationele risicodeling? Dit is mogelijk en wel via een aanpassing van de indexatieregeling. Nu geldt bij veel pensioenfondsen dat de jaarlijkse indexatie van de opgebouwde aanspraken van alle deelnemers in beginsel gekoppeld is aan de cao-loongroei van de bedrijfstak of van de onderneming achter het pensioenfonds. Hierbij kan wat betreft de mate van indexatie een correctie plaatsvinden op grond van de van kracht zijnde indexatiestafel. De staffel kan leiden tot indexatiekorting of na-indexatie afhankelijk van de financiële positie van het pensioenfonds.

De bestaande indexatiepraktijk kan eenvoudig worden aangepast om de inzichten van optimal lifecycle planning te integreren. Mijn voorstel is om de indexatie deels te relateren aan het gerealiseerde rendement op de beleggingsportefeuille van het pensioenfonds. De deelnemer ruilt een deel van de loongerelateerde indexatie in voor indexatie die aan het rendement is gerelateerd. Hierbij kan gedifferentieerd worden naar leeftijd. In lijn met de inzichten van optimal lifecycle planning wordt de indexatie van jongere deelnemers grotendeels of geheel gekoppeld aan het gerealiseerde beleggingsrendement. Met het ouder worden van de deelnemer neemt het relatieve belang van het rendementsdeel gestaag af en complementair neemt het loongerelateerde deel van de indexatie toe. Het voorstel wordt nader uitgewerkt in Ponds (2008a; zie ook Ponds 2008b).

### **Auteur**

Eduard Ponds is verbonden aan de Universiteit van Tilburg, Netspar en Algemene Pensioen Groep (APG). Deze bijdrage is een bewerking van een deel van mijn oratie uitgesproken op 11 april 2008 bij de aanvaarding van de ABP-Netspar leerstoel Economie van Collectieve Pensioencontracten. Een ander deel van de oratie is in bewerkte vorm verschenen in Econo-



misch Statistische Berichten van 18 april 2008 onder de titel: Rendement-indexatie in Collectieve Pensioenen.

Met dank aan Maarten van Rooij voor zijn suggesties en commentaar bij een eerdere versie van deze bijdrage.

## Literatuur

- Aarssen K. en B. J. Kuipers, 2007, Iedereen wint, maar sommigen meer dan anderen, in: F. van der Lecq en O. Steenbeek (eds): *Kosten en baten van collectieve pensioensystemen*, Kluwer.
- Bodie Z., D. McLeavey en L. B. Siegel, 2007, *The Future of Life-Cycle Saving and Investing*, The Research Foundation of CFA Institute.
- Boeijen T.A.H., C. Jansen, C.E. Kortleve en J.H. Tamerus, 2006, Leeftijdssolidariteit in de doorsneepremie, in: F. van der Lecq F. en O. Steenbeek (eds): *Kosten en baten van collectieve pensioensystemen*, Kluwer.
- Bonenkamp J., 2007, Measuring lifetime redistribution in Dutch occupational pensions, CPB Discussion Paper 81, juni 2007.
- Bovenberg A. L., R. Koijen, Th. Nijman en C. Teulings., 2007, Saving and investing over the life cycle and the role of collective pension funds, *De Economist* vol. 155(4): 347-415.
- Cui J., F. de Jong en E. H. M. Ponds, 2007, Intergenerational risk sharing within funded pension schemes, Working Paper Netspar.
- Deken de J., E. H. M. Ponds en B. van Riel, 2006, Social Solidarity, Chapter 8 in: G. Clark, A. Munnell en M. Orszag (eds), *Oxford Handbook of Pensions and Retirement Income*, Oxford University Press, Oxford, juli 2006.
- Hoevenaars R. en E. H. M. Ponds, 2008, Valuation of intergenerational transfers in collective funded plans, forthcoming in: *Insurance: Mathematics and Economics*.
- Kocken Th., 2006, *Curious Contracts. Pension Fund Redesign for the Future*, proefschrift Vrije Universiteit, Tutein Nolthenius.
- Kortleve N. en E.H.M.Ponds, 2006, Pension deals and value-based ALM, in: N. Kortleve, Th. Nijman en E.H.M. Ponds (eds), *Fair value and Pension Fund Management*, Kluwer.
- Kotlikoff L., 2002, Generational Policy, *Handbook Public Economics*, vol.IV, Elsevier, Amsterdam.
- Molenaar R., R. Munsters en E. H. M. Ponds, 2008, Differentiatie naar leeftijd in de financiering van collectieve pensioenen, NEA-paper, Netspar.
- Nijman Th. en A. Oerlemans, 2008, Maatwerk in Nederlandse pensioenproducten, NEA-paper, Netspar.
- Ponds E. H. M., 2003a, Fair Pensioen voor Jong en Oud, *Economisch Statistische Berichten*, nr. 4393: 28-31.
- Ponds E. H. M., 2003b, Pension Funds and Value-Based Generational Accounting, *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 2(3): 295-325.

- Ponds E. H. M., 2008a, Naar meer jong en oud in collectieve pensioenen, oratie-tekst 11 april 2008, <http://www.uvt.nl/webwijs/show/?uid=e.h.m.ponds>
- Ponds E. H. M., 2008b, Rendementindexatie in collectieve pensioenen, *Economisch Statistische Berichten*, nr. 4533: 246-249.
- Ponds E. H. M. and B. van Riel, 2008, Sharing Risk: The Netherlands' New Approach to Pensions, *Journal of Pension Economics and Finance*, forthcoming.
- Prast H. M., M. C. J. van Rooij en C. J. M. Kool, 2005, Werknemer kan én wil niet zelf beleggen voor pensioen, *Economisch Statistische Berichten*, nr.4458.
- Teulings, C., en C. de Vries, 2006, Generational Accounting, Solidarity and Pension Losses', *De Economist*, vol. 154(1): 347-415.
- Van Dalen G., 2003, Een fair pensioen: dat doe je zo, *ESB elektronisch*.