

# Hoge hekken, betere buren: over eigendom en risicovolle pensioenen

Lans Bovenberg

*Teulings heeft gepleit voor beter geborgde eigendomsrechten in aanvullende pensioenen door de introductie van generatierekeningen, waarin elke generatie een eigen beleggingsrekening heeft (zie Teulings 2005). Tegelijkertijd is Teulings een verklaard voorstander van risicodragende pensioenen (zie Van Ewijk en Teulings 2011).*

## 1 Inleiding

Deze bijdrage gaat in op het verzoenen van individuele eigendomsrechten en een risicovol pensioen. Het bespreekt allereerst hoe aanvullende pensioenen in het verleden individuele eigendomsrechten en het nemen van risico verzoenden en waarom deze oplossing niet goed meer functioneert. Vervolgens wordt onderzocht in hoeverre de hervorming van de aanvullende pensioenen, zoals voorgesteld in het pensioenakkoord, slaagt in het creëren van veilige eigendomsrechten voor risicodragende pensioenen. Ten slotte wordt aandacht besteed aan verdergaande hervormingen in de richting van een pensioen op basis van generatierekeningen zoals geschetst in Teulings en De Vries (2006).

## 2 Huidige pensioencontracten

**Veilige nominale aanspraken bij risicovolle beleggingen vereisen risicodragend kapitaal...** De individuele eigendomsrechten in het huidige nominale pensioencontract zijn de nominale aanspraken. Deze aanspraken kunnen alleen in het uiterste geval worden verlaagd. Veilige nominale aanspraken met een hoge zekerheidsgraad konden in het verleden worden verzoend met risicovol beleggingsbeleid, omdat pensioenfondsen over voldoende risicodragend kapitaal beschikten om pensioendeelnemers te beschermen tegen beleggingsrisico's. Fondsen hadden immers buffers. Bovendien hadden ze de mogelijkheid premies te verhogen als beleggingsopbrengsten onverhoopt tegenvielen. Beide vormen van risicodragend kapitaal zijn nu bij veel fondsen verdwenen.

**... zodat eigendomsrechten ouderen niet langer zijn geborgd.** Door het ontbreken van risicodragend kapitaal staan stabiele eigendomsrechten en risicodragend beleggen op gespannen voet. Bij de huidige lage dekkingsgraden zorgt een risicovoller beleggingsmix voor een aanzienlijke herverdeling van marktwaarde van oude naar jonge generaties (CPB 2012). Dit komt door het asymmetrische karakter van het pensioencontract: tegenvallers resulteren als gevolg van korte hersteltermijnen direct in forse kortingen, terwijl meevallers vooral neerslaan in hogere buffers. Ouderen dragen zo wel de lasten, maar plukken nauwelijks de vruchten van meer risico.

**Overheid moet hogere zekerheidsgraad vragen voor nominale aanspraken...** Het borgen van de eigendomsrechten van gepensioneerden in de huidige pensioencontracten vraagt een aanzienlijk hogere zekerheidsgraad van de nominale aanspraken. De overheid moet niet langer toestaan dat fondsen zonder voldoende risicodragend kapitaal eigendomsrechten definiëren als nominale aanspraken als ze hun beleggingsbeleid niet richten op het garanderen van nominale aanspraken.

**... waardoor pensioenfondsen gestimuleerd worden in te varen in zacht contract.** Pensioenfondsen met onvoldoende risicodragend kapitaal zouden gedwongen moeten worden te kiezen: óf ze nemen risico terug in het beleggingsbeleid óf ze passen hun verplichtingen aan door in te varen in een expliciet voorwaardelijk pensioencontract waarin het verlagen van nominale uitkeringen niet langer het laatste redmiddel (het zogenaamde *ultimum remedium*) is. Het terugnemen van risico doet de ambitie van een geïndexeerd pensioen voor werkenden achter de horizon verdwijnen. Dat individuele eigendomsrechten, gedefinieerd als nominale aanspraken, niet meer te verzoenen zijn met het nemen van beleggingsrisico in het belang van werkenden, is de meest fundamentele reden voor het invaren van oude pensioenrechten in het nieuwe ‘zachte’ pensioencontract waarin het korten op nominale aanspraken niet langer het laatste redmiddel is.

### 3 Pensioenakkoord

Individuele eigendomsrechten zijn in de zachte pensioencontracten, zoals voorgesteld in het pensioenakkoord, beter geborgd vanwege een aantal redenen.

**Complete contracten...** In de eerste plaats worden neerwaartse risico's van tevoren expliciet toebedeeld en gecommuniceerd aan deelnemers in complete contracten. De risico's die het fonds neemt, hebben een expliciete eigenaar. Dit verbetert de transparantie en herkapitalizeert de fondsen.

**...met symmetrische aanpassingen voorkomen conflicten over beleggingsbeleid,...** In de tweede plaats liggen individuele eigendomsrechten eenduidig vast door een symmetrisch rendementsaanpassingsmechanisme. De hersteltermijn van

meevallers is gelijk aan de hersteltermijn voor tegenvallers: de deelnemers die de potentiële tegenvallers bij een risicovoller beleggingsbeleid dragen profiteren ook van de potentiële meevallers. Het beleggingsbeleid kan de huidige marktwaarde van individuele aanspraken daardoor niet langer uithollen.

**...eliminieren arbitrage door inconsistente waardering...** De complete symmetrische contracten vereenvoudigen het waarden van voorwaardelijke pensioenrechten (Bovenberg et al. 2012). De marktwaarde van de pensioenuitkeringen komt overeen met de overdrachtswaarde als deelnemers hun rechten overdragen aan een ander pensioenfonds. Dit voorkomt overdrachtsarbitrage. De marktconsistente waardering maakt het verder beter mogelijk om de kostendeekkende premie zo te bepalen dat de marktwaarde van bestaande aanspraken niet wordt aangetast door een te goedkope inkoop van nieuwe rechten.

**...en zorgen voor impliciete leeftijdsdifferentiatie door uitsmeren van schokken...** Het nieuwe voorwaardelijke contract biedt ook meer mogelijkheden om maatwerk te leveren voor wat betreft de risicovoorkeuren van de verschillende generaties. Schokken worden geleidelijk doorgegeven aan gepensioneerden en degenen die bijna met pensioen zijn, maar jongere generaties krijgen pas een uitkering als de schokken geheel zijn verwerkt. Deze vorm van risicodifferentiatie komt tegemoet aan de verschillende risicohouding van ouderen en werkenden.

**...maar vereisen wel invaren omdat korten niet meer laatste redmiddel is.** Het geleidelijk doorgeven van schokken door deze uit te smeren, vereist het opgeven van het nominaal korten van aanspraken als *ultimum remedium*. Als fondsen schokken geleidelijk doorgegeven dan moeten ze eerder kunnen beginnen met het nominaal verlagen van uitkeringen om te voorkomen dat lasten te veel worden doorgeschoven naar jongeren. Invaren in een nieuw contract, waarin het korten van nominale aanspraken niet langer het laatste redmiddel is, is dus onontkoombaar.

#### 4 Reële versus nominale contracten

Binnen de voorwaardelijke contracten kunnen we onderscheid maken tussen zachte *nominale*<sup>1</sup> en zachte *reële* contracten. In nominale contracten is de waardering net als in het huidige Financiële Toetsingskader (FTK) gebaseerd op de nominale risicovrije rente en in reële contracten op deze nominale risicovrije rente plus een horizonafhankelijke risico-opslag minus een indexatie afslag.

Het verschil tussen het zachte reële en het zachte nominale contract betreft het delen tussen generaties van veranderingen in verwachte toekomstige rendementen

<sup>1</sup> Merk op dat het zachte nominale contract verschilt van het nominale contract uit de hoofdlijnennotitie van het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid van mei 2012. Het zachte nominale contract kent geen ('naamloze') risicobuffers, maar wel een symmetrisch aanpassingsmechanisme in plaats van complexe niet-lineaire staffels.

en inflatieverwachtingen. Dalende verwachte toekomstige rendementen resulteren in verschuiving van marktwaarde van oud naar jong, omdat dalende verwachte rendementen pensioen vooral voor jongeren (die een lange beleggingshorizon hebben) duurder maken. Het nominale contract kijkt bij het bepalen van toekomstige rendementen alleen naar de nominale risicovrije rente, terwijl het reële contract ook risicopremies en inflatieverwachtingen meeneemt.

**Reël contract kent uitgebreidere risicodeling...** Het reële contract deelt in tegenstelling tot het nominale contract ook in veranderingen in inflatieverwachtingen en risicopremies tussen generaties, omdat het reële contract bij het inschatten van toekomstige rendementen ook rekening houdt met mogelijke veranderingen in inflatieverwachtingen en risicopremies. Deze beide grootheden zijn relevant voor de kosten van een gegeven ‘zachte’ pensioenambitie (de huidige waarde van toekomstige verplichtingen), dat bestaat uit zowel de verwachte reële uitkering als de spreiding daaromheen.

**...zonder beleggingsspagaat...** De betere risicodeling voorkomt een beleggingsspagaat bij het afdekken van het risico van veranderende toekomstige rendementen. Om grote schokken in de dekkingsgraad en daarmee de uitkeringen van ouderen te voorkomen, is het in het zachte nominale contract in het belang van ouderen om het nominale renterisico geheel af te dekken. Het nadeel van deze afdekking van het nominale renterisico is echter dat het fonds niet profiteert van een stijgende nominale rentestand als de inflatieverwachtingen stijgen. Jongeren lopen hierdoor een groter inflatierisico.

**...en minder procyclische sturing.** Een ander voordeel van reële contracten is dat ze minder procyclisch sturen, omdat de discontovoet minder sterk varieert. De inflatieverwachtingen en horizonafhankelijke risicopremies zullen de discontovoet namelijk meestal stabiliseren. In een laagconjunctuur met lage nominale rentes is de inflatie-afslag immers vaak laag, terwijl de risico-opslag juist hoog is. In een hoogconjunctuur geldt meestal precies het omgekeerde.

**Risico-opslag en inflatie-afslag in reël contract kwetsbaar voor politiek risico...** Door rekening te houden met inflatieverwachtingen en risicopremies biedt de intergenerationele risicodeling in het reële contract meerwaarde ten opzichte van financiële markten, waarin deze risicofactoren nauwelijks of niet verhandeld worden. Maar deze meerwaarde is ook direct de zwakte van het reële contract. De waarde van de verhandelde risicofactoren kan immers niet objectief worden afgelezen uit deze markt. Dat resulteert in politiek risico.

**...en vereisen marktwaardeslot...** Dit politieke risico kan worden beperkt door een zogenaamd marktwaardeslot bij discretionaire veranderingen in de manier waarop risicopremies en inflatieverwachtingen worden bepaald. Dit marktwaardeslot houdt in dat de waarde van de verplichtingen per horizon niet verandert als de manier wordt gewijzigd waarop de risicopremies en de inflatieverwachtingen wor-

den bepaald. Een andere berekeningswijze heeft dan alleen consequenties voor de risico's waaraan de deelnemer blootstaat en daarmee voor de samenstelling van de virtuele beleggingspot van elke generatie, maar niet voor de waarde van deze generatierekening.

## 5 Verdergaande hervormingen

**Betere afstemming beleggingen op individuele omstandigheden.** Het pensioenakkoord is een stap op weg naar verdergaande pensioenhervormingen. De restrictie dat de procentuele jaarlijkse op- en afslagen voor alle deelnemers dezelfde zijn, beperkt de verschillen in risicoblootstelling. Bij een aanpassingsmechanisme waarin schokken binnen tien jaar verwerkt zijn, staan alle werknemers die verder dan tien jaar van hun pensionering verwijderd zijn op dezelfde manier bloot aan huidige risico's. Daarin wijkt het pensioenakkoord nadrukkelijk af van het model geschetst in Teulings en De Vries (2006).

**Actuarieel faire pensioenopbouw per generatie.** In Teulings en De Vries (2006) spoort de marktwaarde die elke generatie opbouwt met de premies die elke generatie inlegt. Dit elimineert de huidige doorsneesystematiek in de pensioenopbouw. Een flexibeler arbeidsmarkt, waarin werknemerschap en zelfstandig ondernemerschap steeds meer uitwisselbaar worden, vereist dat we afscheid nemen van deze doorsneesystematiek. Zo worden pensioenrechten beter overdraagbaar tussen de tweede en de derde pijler en zijn eigendomsrechten beter geborgd. Met actuarieel neutrale premies kunnen pensioenen en voorzorgbesparingen verder worden geïntegreerd door premiebetalingen individueel af te stemmen op de arbeidsmarkt- en woningmarktgeschiedenis van deelnemers (zie Teulings 2010).

**Creëer inflatiegerelateerde verhandelbare financiële titels.** Generatierekeningen kunnen objectiever en transparanter worden gewaardeerd als inflatierisico verhandeld wordt op liquide financiële markten. Het maakt transparantere generatierekeningen met vooral verhandelbare financiële vermogenstitels beter mogelijk. In de uitkeringsfase zullen de individuele rekeningen overigens onderdeel zijn van een verzekeringscontract waarin idiosyncratisch langlevensrisico wordt gedeeld en systematisch lang-leven-risico wordt verhandeld tussen cohorten binnen het fonds. Generatierekeningen bestaan dus niet slechts uit verhandelbare financiële vermogenstitels maar ook uit vaak weinig transparante verzekeringscontracten tussen de verschillende generaties ('solidariteit') met de daarbij horende geldstromen tussen de generatierekeningen.

## 6 Conclusies

Het aanvullende pensioenstelsel staat voor de uitdaging om individuele eigendomsrechten op risicodragende pensioenen beter te beschermen. Dit is essentieel voor het vertrouwen in het pensioenstelsel en het voorkomen van generatieconflicten over de verdeling van pensioenvermogen. Ook in het pensioenstelsel geldt: hoge hekken, betere burens.

Een belangrijke reden waarom deelnemers hechten aan onvoorwaardelijke aanspraken is dat deze aanspraken de individuele eigendomsrechten definiëren in het huidige pensioenstelsel. Het blijven gebruiken van nominale annuïteiten als individuele eigendomsrechten vereist dat de overheid de zekerheidsmaat van deze aanspraken aanzienlijk verhoogt. Pensioenfondsen zonder buffers kunnen dan echter te weinig beleggingsrisico nemen in het belang van werkenden. Evenwichtig belangen behartigen vereist dan ook dat pensioenrechten van werkenden worden ingevaren in zachte pensioencontracten waarin nominale kortingen niet langer het laatste redmiddel zijn.

Het borgen van eigendomsrechten in zachte pensioencontracten vereist een marktwaardeslot bij het veranderen van het pensioencontract, of bij het discretionair aanpassen van de discontocurve. Individuele eigendomsrechten zijn dan niet langer gebaseerd op een toekomstige nominale annuïteit, maar op de huidige marktwaarde van de in het vooruitzicht gestelde pensioenuitkeringen. Dit komt dicht in de buurt van de door Teulings bepleitte generatierekeningen. Verdergaande hervormingen zijn echter gewenst om eigendomsrechten op risicovolle pensioenen nog beter te borgen en het aanvullende pensioenstelsel dichter te brengen bij het door Teulings geschetste toekomstbeeld.

### Auteur

Lans Bovenberg (e-mail: [a.l.bovenberg@uvt.nl](mailto:a.l.bovenberg@uvt.nl)) is hoogleraar Algemene Economie aan de Universiteit van Tilburg. Hij dankt Roel Mehlkopf, Theo Nijman en Bas Werker voor waardevolle opmerkingen.

## Literatuur

- Bovenberg, A.L., T. Nijman en B. Werker, 2012, Voorwaardelijke pensioenaanspraken: over waarderen, beschermen, communiceren, Netspar Occasional Paper, april 2012.
- Centraal Planbureau, 2012, Generatie effecten pensioenakkoord, CPB Notitie, 30 mei 2012.
- Ewijk, C. van, en C. Teulings, 2011, Nieuw pensioencontract onvermijdelijk, CPB Policy Brief 1011/01.
- Teulings, C.N., 2005, Verdeel het vermogen nú: generatierkening overbrugt tegenstellingen, *Pensioen, Bestuur & Management*, vol. 2(2): 6-7.
- Teulings, C.N., 2010, How to Share Our Risks Efficiently? Principles for Optimal Social Insurance and Pension Provision, *De Economist*, vol. 158(1): 1-21.
- Teulings, C.N. en C.G. de Vries, 2006, General accounting, solidarity and pension losses, *De Economist*, vol. 154(1): 63-83.