

# Hoe snel moeten pensioenfondsen herstellen? Een aantal overwegingen

*Lans Bovenberg en Roel Mehlkopf*

*Pensioenfondsen hebben de gewoonte om financiële mee- en tegenvallers door te schuiven naar de toekomst. Onverwachte financiële schokken worden geabsorbeerd in de dekkingsgraad en met vertraging toegedeeld aan deelnemers gedurende een herstelperiode. Met het oog op de aankomende hervorming van het pensioenstelsel is het van belang deze praktijk te evalueren. Dit artikel bevat een analyse van de economische en politieke argumenten voor en tegen een (lange) hersteltermijn.*

## 1 Inleiding

Financiële mee- en tegenvallers worden door pensioenfondsen doorgaans niet direct toegedeeld aan deelnemers. In plaats daarvan worden financiële schokken in eerste instantie geabsorbeerd in de dekkingsgraad van het fonds. De daardoor fluctuerende collectieve buffer van een pensioenfonds maakt het mogelijk om overschotten of tekorten gedeeltelijk door te schuiven naar toekomstige generaties. Met het oog op de aankomende hervorming van het pensioenstelsel is het van belang om het herstelbeleid van pensioenfondsen te evalueren. Hoe snel moeten pensioenfondsen herstellen? Is het wellicht zelfs aantrekkelijk om schokken direct af te rekenen in de pensioenrechten van de deelnemers in plaats van door te schuiven naar de toekomst? Dit artikel brengt de voordelen en nadelen in kaart van het doorschuiven van mee- en tegenvallers naar de toekomst. Deze analyse is relevant voor de aankomende hervorming van het pensioenstelsel.

De opzet van dit artikel is als volgt. Sectie 2 introduceert de economische motivatie voor een beleid met een lange hersteltermijn waarin schokken een langdurig effect hebben op de dekkingsgraad. Sectie 3 analyseert de beperkingen van een dergelijk herstelbeleid. Sectie 4 laat zien dat kwantitatieve en kwalitatieve analyses van de voor- en nadelen van intergenerationele risicodeling door fluctuerende collectieve buffers van pensioenfondsen gevoelig zijn voor modelveronderstellingen. Sectie 5 gaat in op transparantie en communicatie en de voordelen verbonden aan het direct afrekenen van schokken in individuele pensioenrechten. Sectie 6, tot slot, bevat enkele beleidsconclusies met het oog op de aankomende hervorming van het pensioenstelsel.

## 2 De economische motivatie voor een lange hersteltermijn

Door efficiënt gebruik te maken van hun collectieve buffers zijn pensioenfondsen in staat om risico's door te schuiven naar de toekomst, waardoor zij risicodeling met toekomstige generaties mogelijk maken.<sup>1</sup> In goede tijden worden buffers opgebouwd en nagelaten aan toekomstige generaties. In slechte tijden worden deze buffers afgebouwd en kunnen uiteindelijk zelfs tekorten ('negatieve buffers') worden nagelaten. Het doorschuiven van risico's naar de toekomst maakt het mogelijk om huidige risico's 'uit te smeren' over niet alleen de huidige deelnemers maar ook toekomstige generaties. Het merendeel van de Nederlandse werknemers is deelnemer in één van de ruim 300 ondernemingspensioenfondsen of in een van de 73 bedrijfstakpensioenfondsen.

Risicodeling is ook mogelijk in nationale pensioenfondsen. Voorbeelden zijn het *Social Security Trust Fund* in de VS (\$2500 mrd), het *Japan Government Investment Pension Fund* (\$1370 mrd), het Noorse Overheidspensioenfonds (\$453 mrd) en het *Canada Pension Plan* (\$123 mrd). De financiële opzet van deze pensioenfondsen is erg divers. Sommige fondsen, zoals het *Social Security Trust Fund* in de Verenigde Staten, zijn opgericht als buffer om een demografische schok (namelijk de pensionering van de grote babyboom generatie) op te vangen en zullen naar verwachting binnen enkele decennia uitgeput zijn. Andere pensioenfondsen, zoals het *Canada Pension Plan*, hebben daarentegen een permanent karakter en verwachten zelfs verder te groeien in de toekomst. Het vermogen van pensioenfondsen wordt doorgaans belegd in een internationaal gediversifieerde beleggingsmix en in verschillende beleggingscategorieën om de risico's zo optimaal mogelijk te spreiden. Een uitzondering hierop is het *Social Security Trust Fund* in de Verenigde Staten, dat volledig is belegd in Amerikaanse staatsobligaties.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Risicodeling met toekomstige generaties is ook mogelijk binnen een familie. Risicodeling vindt dan plaats doordat oudere cohorten de erfenissen die zij nalaten aan jongere cohorten laten afhangen van de schokken die deze oudere cohorten tijdens hun leven meemaken. Op deze manier delen de toekomstige generaties in huidige schokken. De omvang van erfenissen is echter bescheiden binnen de meeste families. Bovendien zijn de mogelijkheden voor risicodeling binnen families beperkt omdat het niet mogelijk is om een negatieve erfenis achter te laten. Naast families kan ook de overheid risico's delen met toekomstige generaties.

<sup>2</sup> Directe intergenerationele risicodeling is niet mogelijk in pensioenstelsels waarin individuele rekeningen alleen verhandelbare financiële vermogenstitels bevatten. Een bekend voorbeeld van dergelijke financiële individuele rekeningen is het *Superannuation* pensioenprogramma in Australië, met ongeveer \$1200 mrd belegd vermogen. Recentelijk hebben ook Ierland en een aantal Oost-Europese landen pensioenstelsels met financiële individuele rekeningen ingevoerd. Wel kan intergenerationele risicodeling tot stand komen als de overheid schuld papier uitgeeft dat door pensioenspaarders in hun financiële individuele rekeningen wordt opgenomen. De schuldpolitiek van de overheid maakt dan risicodeling met toekomstige generaties mogelijk. In zogenaamde *notional defined-contribution* (NDC) systemen krijgen individuele burgers niet-verhandelbare claims op de overheid in een niet-financiële individuele rekening. Door het variëren van de waarde van deze individuele eigendomsrechten kan de overheid in deze systemen ook risico's delen met toekomstige generaties.

De literatuur heeft veel geschreven over de economische meerwaarde van risicodeling met toekomstige generaties.<sup>3</sup> De economische intuïtie achter deze meerwaarde van het delen van macro-economische risico's tussen niet-overlappende generaties is dat deze intergenerationale risicodeling de diversificatie van risico's verbetert; risico's worden gespreid over een groter aantal generaties dan mogelijk is in financiële markten waarin alleen overlappende generaties met elkaar kunnen handelen. Omdat financiële schokken worden uitgesmeerd over een groter aantal generaties, draagt elke generatie een kleiner deel van het risico en kan de samenleving meer risico nemen zonder dat een enkele generatie met erg veel risico geconfronteerd wordt. Risico nemen heeft geen negatieve interpretatie omdat het resulteert in meer innovatie en een hoger verwacht rendement. Dit extra verwachte rendement – de risicopremie – zorgt voor een aantrekkelijke afruil tussen rendement en risico. Het doel van een pensioenfonds is dus niet om risico's te mijden, maar om optimaal te profiteren van risicopremies door risico's te spreiden over de deelnemers en risico's toe te delen aan de deelnemers die het best in staat zijn om deze risico's te dragen.

Intergenerationele risicodeling kan leiden tot een Pareto-verbetering in termen van ex ante welvaartsniveaus, dat wil zeggen *voordat* de generaties geïnformeerd zijn over de schokken die zijn opgetreden voor ze zelf actief zijn worden op de financiële markten. Wanneer de winst van risicodeling wordt verdeeld over huidige en toekomstige deelnemers, dan resulteert risicodeling in een verbetering in ex ante welvaart van alle generaties. Merk op dat intergenerationale risicodeling wel nadelig kan uitpakken in termen van ex post welvaartsniveaus, dat wil zeggen *nadat* generaties weten welke schokken zich hebben voorgedaan voordat zij zelf economisch actief worden. Het ex ante welvaarts criterium is gestoeld op de Rawlsiaanse benadering (Rawls 1971). Het gedachte-experiment van Rawls neemt het perspectief van een hypothetische situatie voor geboorte waarin individuen instemmen met een sociaal contract achter een 'sluier van onwetendheid' ('*veil of ignorance*') met betrekking tot economische onzekerheden. Ex ante welvaart is dus het welvaartsniveau dat correspondeert met de hypothetische situatie waarin de betreffende agent informatie ontbeert over de schokken die zijn opgetreden voordat hij economisch actief wordt.

De literatuur rapporteert substantiële ex ante welvaartswinsten gerelateerd aan risicodeling met toekomstige generaties. Hoe langer de hersteltermijn van een pensioenfonds, hoe groter het aantal toekomstige generaties is dat kan meedelen in een huidige schok, en hoe hoger de welvaartswinst voor alle generaties.<sup>4</sup> Deze redenering suggereert dat de hersteltermijn van een pensioenfonds zeer lang dient te zijn.

---

<sup>3</sup> De klassieke referenties zijn Diamond (1977), Merton (1983) en Gordon en Varian (1988). Voor recentere werk, zie Smetters (2006), Ball en Mankiw (2007), Gollier (2008), Gottardi en Kubler (2008), Beetsma en Bovenberg (2009) en Cui, De Jong, en Ponds (2010).

<sup>4</sup> Het uitsmeren van schokken over een langere herstelperiode betekent in de praktijk dat aanpassingen in premie- en uitkeringsniveaus minder groot zijn, maar gedurende een langere periode worden gehandhaafd.

Deze analyses abstraheren echter van een aantal belangrijke nadelen van meer risicodeling met toekomstige generaties door het gebruik van collectieve buffers. Deze nadelen komen aan bod in de volgende secties.

Er zijn drie andere potentiële voordelen van het gebruik van collectieve buffers om schokken op te vangen. In de eerste plaats kunnen collectieve buffers die de volatiliteit van de financiële markten opvangen voorkomen dat individuele pensioendeelnemers te weinig risico nemen omdat ze zich te veel laten leiden door tijdelijke fluctuaties in hun pensioenvermogen. Deze laatste neiging van beleggers staat wel bekend als *myopic loss aversion* (Bernatzi en Thaler 1995) en zorgt er voor dat beleggers te weinig profiteren van risicopremies.

Een tweede voordeel van collectieve buffers is dat ze pensioenfondsbesturen de mogelijkheid verschaffen om groepen deelnemers te verzekeren tegen schokken die niet van tevoren kunnen worden voorzien en daarom niet kunnen worden opgenomen in beleidsregels. De discretie van het bestuur kan worden gezien als een verzekering tegen onvoorziene risico's die niet worden verhandeld op financiële markten.

Een laatste voordeel is dat collectieve buffers pensioenfondsen de mogelijkheid bieden om schokken geleidelijk op te vangen door het heffen van herstellpremies op arbeidsinkomen. Op deze manier kunnen fondsen ook het onderpand van menselijk kapitaal van jongere generaties in de risicodeling betrekken. In financiële markten kan menselijk kapitaal niet of nauwelijks als onderpand worden gebruikt vanwege de beperkte aansprakelijkheid van burgers met onvoldoende financieel vermogen. Dit beperkt de mogelijkheden voor risicodeling in financiële markten met jonge generaties die nog onvoldoende financieel vermogen hebben opgebouwd. Deze generaties kunnen immers geen contracten afsluiten waarbij ze instemmen om in bepaalde omstandigheden afstand te doen van de opbrengst van hun menselijk kapitaal.

### **3 Beperkingen aan herstelbeleid**

In de vorige sectie hebben we gezien dat risicodeling met toekomstige generaties kan leiden tot een welvaartsverbetering voor alle generaties in *ex ante* termen. Maar in *ex post* termen kan risicodeling nadelig uitpakken voor bepaalde generaties. Toekomstige generaties zijn slechter af in het scenario waarin huidige generaties een tekort doorschuiven naar de toekomst. Zij worden dan geconfronteerd met een financieel tekort op het moment dat zij toetreden tot het pensioenfonds. Toekomstige generaties zullen dan niet bereid zijn om vrijwillig deel te nemen aan het pensioenfonds, omdat risicodeling niet in hun voordeel blijkt te zijn in *ex post* termen. Risicodeling tussen niet-overlappende generaties vereist daarom dat deelname verplicht is, en kan niet tot stand komen door vrijwillige ruil in financiële markten. Financiële markten zijn in feite onderworpen aan een 'biologische' handelsrestrictie: het is niet mogelijk om een financieel contract aan te gaan met nog niet-geboren generaties. Toekomstige generaties kunnen immers niet handelen

op de financiële markten voor hun geboorte wanneer ze nog niet weten welke schokken voor hun geboorte optreden. Financiële markten zijn hierdoor incompleet en dus inefficiënt. Een pensioenfonds of overheid is niet onderworpen aan deze marktimperfectie, omdat nieuwgeboren generaties kunnen worden verplicht om deel te nemen aan het pensioenfonds.

Verplichte deelname betekent echter niet dat risicodeling met toekomstige generaties geen grenzen kent. Ook bij verplichte deelname komt de continuïteit van een pensioenfonds onder politieke druk te staan wanneer overschotten of tekorten een te grote omvang gaan aannemen. Als bezittingen boven verwachting renderen wordt van huidige generaties verwacht dat zij een financieel overschot gedeeltelijk doorgeven aan toekomstige generaties. Huidige generaties zijn dan echter beter af als ze het pensioenfonds opheffen en zo de gehele buffer voor zichzelf houden. Omdat de huidige generaties in een democratie de politieke macht hebben bestaat er voor de toekomstige generaties het gevaar dat ze in slechte tijden wel met de tekorten worden opgescheept maar niet of nauwelijks profiteren van de overschotten in goede tijden.

Niet alleen bij een financieel overschot, maar ook bij een financieel tekort komt de continuïteit van een pensioenfonds onder druk te staan. Dit is een risico voor de oudere generaties. In het geval van een groot tekort bestaat het risico dat jonge generaties weigeren om toe te treden tot het pensioenfonds. Jonge generaties hebben er in een dergelijk geval er belang bij het pensioenfonds op te heffen, zodat ze niet hoeven op te draaien voor het financiële tekort. In recente jaren hebben we in Nederland gezien dat jonge generaties zich hebben georganiseerd om hun bezwaren te uiten tegen de in hun ogen oneerlijke overdrachten van jonge naar oude generaties binnen het pensioensysteem. Een voorbeeld hiervan zijn de bezwaren van het Alternatief Voor Vakbond (AVV) tegen het huidige pensioensysteem, dat in hun ogen de lasten en lusten niet eerlijk verdeelt tussen ouderen en jongeren.

Er is nog een tweede manier waarop jongere deelnemers zich kunnen onttrekken aan het pensioenfonds, namelijk door middel van het aanpassen van keuzes op de arbeidsmarkt. Dit werkt als volgt. Bij een financieel tekort dient een pensioenfonds te herstellen, en hanteert daarom een herstellpremie: het premieniveau is in dit geval hoog in relatie tot de waarde van opgebouwde pensioenrechten. Pensioenrechten worden dus 'te duur' ingekocht door werknemers, zodat er minder financiële prikkels zijn om actief deel te nemen aan de arbeidsmarkt. Werknemers zullen hierdoor geneigd zijn om minder uren te werken, eerder met pensioen te gaan of actief te worden in de grijze of zwarte economie in plaats van de formele sectoren. Uit empirische studies blijkt dat financiële prikkels uit pensioenregelingen arbeidsmarkt keuzes inderdaad beïnvloeden. Het blijkt bijvoorbeeld dat pensioenbeslissingen sterk worden bepaald door de actuariële oneerlijkheid van pensioenregelingen.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Zie bijvoorbeeld Stock en Wise (1990), Samwick (1998) en Gruber en Wise (1999).

In bedrijfstak- en ondernemingspensioenfondsen kunnen werknemers zich ook via de keuze van hun baan onttrekken aan het pensioencontract. Inhaalpremies kunnen door werknemers worden omzeild door te veranderen van werkgever (in het geval van een ondernemingspensioenfonds), te wisselen van bedrijfstak (in het geval van een bedrijfstakpensioenfonds), of zelfstandige (bijvoorbeeld zzp'er) te worden. Vanwege arbeidsmobiliteit tussen sectoren en bedrijven is het relatief moeilijk voor Nederlandse pensioenfondsen om deelnemers te committeren aan intergenerationele risicodeling.<sup>6</sup> Risicodeling is beter te bewerkstelligen in een nationaal pensioenfonds, waarin het niet meer mogelijk is voor deelnemers om te ontsnappen aan herstelbeleid door het wisselen van baan binnen hetzelfde land. Recentelijk heeft een aantal economen opgeroepen tot het samenvoegen van Nederlandse pensioenfondsen tot één nationaal pensioenfonds.<sup>7</sup> Risicodeling tussen niet-overlappende generaties kan in theorie beter worden geïmplementeerd door de overheid op nationaal niveau omdat de overheid via het belasting instrument jonge generaties kan dwingen om mee te doen aan deze risicodeling ook al worden deze generaties er op basis van de dan beschikbare informatie slechter van. Bovendien worden de belastingen dan democratisch gelegitimeerd. Daar staat wel tegenover dat de politieke risico's op nationaal niveau waarschijnlijk groter zijn dan op decentraal niveau.

In bovenstaande is beschreven dat risicodeling met toekomstige generaties een versturende werking heeft op de arbeidsmarkt. De welvaartswinst van deze risicodeling wordt dus geërodeerd door een welvaartsverlies in de vorm van arbeidsmarktverstoringen. Studies die de winst van deze risicodeling vergelijken met het verlies door verstoringen op de arbeidsmarkt laten een gemengd beeld zien. Bonenkamp en Westerhout (2010) vinden dat het verlies van arbeidsmarktverstoringen relatief klein is. Mehlkopf (2010) daarentegen beargumenteert dat de winst van risicodeling kan worden gedomineerd door het welvaartsverlies van arbeidsmarktverstoringen.

Mehlkopf (2010) laat zien dat een lange hersteltermijn niet langer optimaal is in de aanwezigheid van arbeidsmarktverstoringen. Wanneer schokken worden uitgesmeerd over een lange herstelperiode, dan kunnen de welvaartskosten van ar-

---

<sup>6</sup> In een perfect competitieve arbeidsmarkt is het geheel niet mogelijk om deelnemers te committeren aan risicodeling in een bedrijfstak of ondernemingspensioenfonds. In zo'n arbeidsmarkt dient de werkgever een actuariael oneerlijke pensioenpremie te compenseren door een aanpassing in het salarisniveau, omdat er anders sprake zou zijn van een instroom of uitstroom van werknemers. Competitie op de arbeidsmarkt zorgt er dus voor dat de werkgever opdraait voor de herstelpremies door zogenaamde compenserende loonverschillen. In realistische arbeidsmarkten kunnen allerlei imperfecties er toch voor zorgen dat bedrijfstak- en ondernemingspensioenfondsen op beperkte schaal risicodeling tussen niet-overlappende generaties kunnen faciliteren. Ondanks herstelpremies is het immers vaak onaantrekkelijk voor werknemers om te wisselen van werkgever, vanwege het opgebouwde bedrijfstakspecifiek of ondernemingspecifiek menselijk kapitaal. Daarnaast kunnen er nog andere redenen zijn waardoor het wisselen van werkgever onaantrekkelijk is, bijvoorbeeld de beperkte overdraagbaarheid van pensioenrechten en impliciete arbeidscontracten met uitgesteld salaris, zie Bohn (2010).

<sup>7</sup> Zie bijvoorbeeld Ponds (2009).

beidsmarktverstoringen op den duur zeer groot worden. Immers, een lange herstelperiode betekent dat de schokken uit het verleden heel lang doorwerken. Het welvaartsverlies door een arbeidsmarktverstoring als gevolg van een nieuwe schok is hierdoor relatief groot want deze verstoring telt immers op bij de verstoringen door schokken die eerder zijn opgetreden. De marginale kosten van een arbeidsmarktverstoring zijn hoger als deze ‘optellen’ bij reeds aanwezige verstoringen als gevolg van historische schokken. Het kan daarom optimaal zijn voor een pensioenfonds om schokken voor het grootste deel direct af te rekenen met huidige deelnemers, en dus niet door te schuiven naar de toekomst. Door schokken snel af te rekenen met de deelnemers en de fluctuaties in de collectieve buffers te beperken, herstelt een pensioenfonds de capaciteit om nieuwe schokken te absorberen zonder daarbij grote verstoringen te veroorzaken in de arbeidsmarkt.

De in deze sectie beschreven risico’s van risicodeling met toekomstige generaties zijn een belangrijke reden voor de strenge eisen uit het Financieel Toetsingskader (FTK) van De Nederlandsche Bank (DNB). Het toezichtregime vereist dat pensioenfonds in onderdekking binnen drie jaar<sup>8</sup> uit een dekkingstekort geraken. Daarnaast dient de financiële buffer tamelijk snel te worden hersteld als er sprake is van een zogenaamd reservetekort<sup>9</sup>, namelijk binnen een periode van vijftien jaar. Het toezichtregime maakt lange hersteltermijnen dus onmogelijk. Hierdoor worden pensioenfonds aanzienlijk beperkt in het bewerkstelligen van risicodeling met toekomstige generaties. Maar het toezichtregime is consistent met de politieke realiteit; de continuïteit van pensioenfonds zou in gevaar komen wanneer de toezichthouder haar solvabiliteitseisen zou versoepelen. Meer in het algemeen stelt een systeem dat schokken niet direct afreken met de deelnemers hoge eisen aan het toezicht om te voorkomen dat fonds in de verleiding komen om tekorten voor zich uit te schuiven zodat een kapitaaldekkingstelsel in feite de trekken van een omslagstelsel krijgt. De ambitie van de pensioensector om risico’s te delen met toekomstige generaties heeft dus als prijs dat de overheid zich via publieke regulering intensief bemoeit met de private pensioenen. De overheid wil zo immers voorkomen dat toekomstige generaties worden geschaad of dat de overheid opgezadeld wordt met de claims van oudere generaties als jongeren zich niet meer aansluiten bij een ondergedekt pensioenfonds en werkgevers de onderdekking niet meer kunnen oplossen.

#### 4 Gevoeligheidsanalyse

De kwantitatieve en kwalitatieve resultaten van studies naar de kosten en baten van intergenerationele risicodeling zijn erg gevoelig voor modelaannames. In deze sectie gaan we in op drie aspecten van de modellering: de leeftijdssamenstelling van

<sup>8</sup> Na de kredietcrisis is deze herstelperiode tijdelijk opgerekt naar vijf jaar.

<sup>9</sup> Dit betekent dat er meer dan 2.5 % kans bestaat dat de nominale dekkingsgraad van het fonds binnen een jaar onder de 105 % zakt.

het deelnemersbestand: de samenhang tussen de risico's op de arbeidsmarkt en op de kapitaalmarkt; en de preferenties van deelnemers.

De leeftijdssamenstelling van het deelnemersbestand van een pensioenfonds heeft een grote invloed op de kwantitatieve uitkomsten van een welvaartsanalyse van intergenerationele risicodeling. In de meeste analyses wordt uitgegaan van een bevolkingssamenstelling die uniform verdeeld is met betrekking tot leeftijd: alle generaties zijn even groot. Door de vergrijzing worden de jonge en toekomstige generaties echter kleiner ten opzichte van de grote babyboom generatie die in de komende jaren met pensioen zal gaan. De relatief kleine omvang van jonge en toekomstige generaties impliceert dat er minder risico doorgeschoven kan worden naar de toekomst, en dat de welvaartswinst van risicodeling met deze kleinere generaties relatief bescheiden is. Dit geldt met name voor sterk vergrijzde fondsen.

De welvaartsanalyse van risicodeling is ook gevoelig voor de samenhang tussen arbeidsmarktrisico's en financiële risico's op de kapitaalmarkt. Veel studies negeren de samenhang tussen de risico's op de arbeidsmarkt en kapitaalmarkt. Maar risico's op de kapitaalmarkt staan niet op zichzelf. Een negatieve economische schok, zoals de recente kredietcrisis, zorgt niet alleen onmiddellijk voor slechte rendementen op kapitaalmarkten maar gaat tevens gepaard met een lagere economische groei en een verslechtering van de arbeidsmarkt gedurende een substantiële periode. Sterker nog: het is waarschijnlijk dat de ontwikkelingen op de kapitaalmarkt een voorafschaduwing zijn van toekomstige ontwikkelingen in de reële economie in het algemeen en de arbeidsmarkt in het bijzonder. Op de wat langere termijn beweegt de arbeidsmarkt dus mee met de kapitaalmarkt.<sup>10</sup> De samenhang tussen arbeidsmarkt en kapitaalmarkt heeft belangrijke implicaties voor intergenerationele risicodeling. Het wordt namelijk minder aantrekkelijk om financiële risico's door te schuiven naar toekomstige generaties. Deze generaties hebben immers te maken met gecorreleerde risico's op de arbeidsmarkt. Daardoor dreigen toekomstige generaties tweemaal de klos te worden in een slecht economisch scenario: ze worden niet alleen getroffen door slechte omstandigheden op de arbeidsmarkt, maar ze moeten ook nog eens bijdragen aan tekorten die oudere generaties via de pensioenfondsen naar hen doorschuiven. Dit is een onwenselijke situatie want toekomstige generaties dragen zo te veel risico. Mehlkopf (2011) laat zien dat het daarom optimaal kan zijn voor een pensioenfonds om een relatief korte hersteltermijn te hanteren zodat een fonds snel herstelt van financiële schokken.

Tot slot zijn de resultaten van studies naar de welvaartseffecten van intergenerationele risicodeling ook gevoelig voor de preferenties van deelnemers. In het huidige pensioensysteem lopen gepensioneerde deelnemers vaak relatief weinig risico. Sterker nog: in veel landen worden publieke pensioenen gekenmerkt door een gegarandeerd uitkeringsniveau. Door ouderen te vrijwaren van risico's komen risico's volledig te liggen bij jonge en toekomstige deelnemers. Het doorschuiven van risico's naar jonge en toekomstige generaties is optimaal als oudere deelnemers erg ri-

---

<sup>10</sup> Benzoni, Collin-Dufrense en Goldstein (2007) geven hiervoor een theoretische onderbouwing en presenteren er ook empirisch ondersteuning voor op basis van Amerikaanse data.



sicoavers zijn, bijvoorbeeld doordat risicoaversie toeneemt met leeftijd of omdat ouderen hun bestedingsgewoonten tijdens pensioen minder makkelijk kunnen aanpassen dan jongeren. Ouderen hebben immers minder tijd om zich in te stellen op een ander bestedingspatroon tijdens hun pensioen dan jongeren (zie Bohn 2009). Het op korte termijn rigide bestedingspatroon wordt ook wel gewoontevorming genoemd. Wanneer de preferenties van deelnemers niet gekenmerkt worden door deze eigenschap, dan is het optimaal voor oudere deelnemers van een pensioenfonds om volop mee te delen in risico's. Dit impliceert dat de optimale hersteltermijn van het pensioenfonds korter wordt.

## 5 Transparantie en communicatie

Het doorschuiven van risico's naar de toekomst door het opvangen van risico's in collectieve buffers kent een aantal belangrijke nadelen naast de in Sectie 3 beschreven discontinuïteitrisico's.

Ten eerste wordt heldere communicatie aan deelnemers en transparantie bemoeilijkt. In het huidige pensioenstelsel met collectieve buffers is het voor deelnemers moeilijk om te doorzien hoe groot de persoonlijke financiële consequenties zijn van economische schokken. Financiële mee- en tegenvallers voor het pensioenfonds hebben doorgaans geen *direct* effect op de waarde van pensioenrechten van deelnemers, maar worden in eerste instantie opgevangen op de balans van de pensioenfonds. Op korte termijn zijn er dus weinig veranderingen in het pensioenoverzicht van de deelnemer. De financiële consequenties voor de deelnemers vinden langzaam plaats over de tijd en worden dan ook pas helder gecommuniceerd; tijdens de herstelperiode is sprake van geleidelijke aanpassingen van het premiepercentage of pensioenrechten.<sup>11</sup> Het opvangen van risico's in collectieve buffers tast daarom de transparantie van het pensioenstelsel aan.<sup>12</sup> Wanneer schokken daarentegen direct zouden worden afgerekend met deelnemers, dan zou direct duidelijk worden in het pensioenoverzicht van deelnemers hoe zij er financieel voorstaan. Dat stelt de deelnemers dan vervolgens in staat om de opgetreden risico's te bufferen door bijvoorbeeld het spaargedrag en/of het arbeidsmarktgedrag aan te passen. Zo kan er na een financiële tegenvaller meer worden gespaard of meer worden geïnvesteerd in menselijk kapitaal, zodat de pensioendatum kan wor-

---

<sup>11</sup> Bij een tekort kan het pensioenfonds herstellen door de pensioenrechten van deelnemers niet volledig te indexeren. Daarnaast kan het pensioenfonds een inhaalpremie hanteren, zodat de totale premie hoger is dan de kostendekkende premie. Bij een overschot kan er inhaalindexatie worden verleend, waarbij onvolledige indexering uit het verleden wordt gecorrigeerd. Tevens kan het premiepercentage verlaagd worden tot beneden het kostendekkende niveau.

<sup>12</sup> Dit probleem is aangepakt door de invoering van het indexatielabel. Aan het indexatielabel kleven echter twee nadelen. Ten eerste zijn er veel arbitraire veronderstellingen nodig voor het inschatten van toekomstige indexatieniveaus, bijvoorbeeld veronderstellingen met betrekking tot de omvang van de instroom van toekomstige deelnemers. Ten tweede is het complex voor deelnemers om het indexatielabel te vertalen naar de gevolgen voor hun individuele pensioenuitkomsten.

den uitgesteld. Door tijdige informatie wordt optimaal individueel risicomanagement beter mogelijk en krijgen deelnemers meer inzicht in hun eigen financiële situatie.

Het direct communiceren van goed of slecht nieuws met de deelnemers betekent niet dat schokken ook direct moeten worden doorgegeven in termen van onmiddellijke aanpassingen van de pensioenuitkeringen of van de pensioenpremies. Onmiddellijk afrekenen kan goed samengaan met geleidelijke aanpassingen in consumptiepatronen. Dat is belangrijk, want gewoontevorming impliceert dat het de voorkeur verdient om onverwachte veranderingen van individuele pensioenrechten slechts geleidelijk te vertalen in pensioenuitkeringen. De toekomstige veranderingen van de pensioenuitkeringen (ten opzichte van eerdere verwachtingen) dienen echter wel direct te worden gecommuniceerd op het moment dat de nieuwe informatie beschikbaar komt.

Een tweede nadeel van het niet direct doorgeven van risico's naar individuele deelnemers is dat deelnemers de risico's onderschatten waardoor het pensioenfonds te veel risico neemt. Als niet duidelijk is wie de eigenaar is van het risico dat op collectief niveau wordt genomen kunnen pensioenfondsen namelijk in de verleiding komen te veel risico te nemen. Pensioenfondsen moeten beter waarborgen dat de hoeveelheid risico verankerd is bij degenen die deze risico's uiteindelijk dragen.<sup>13</sup>

Een derde bezwaar van het bufferen van schokken met anonieme collectieve buffers is dat dit onduidelijkheid creëert over de eigendomsrechten van het pensioenvermogen.<sup>14</sup> In het huidige pensioenstelsel met collectieve buffers zijn eigendomsrechten niet duidelijk gedefinieerd, omdat tekorten en overschotten pas in de toekomst worden verrekend met deelnemers. Zo is niet helder vastgelegd welke generaties of deelnemers eigenaar zijn van een dekkingsoverschot. Ook is het niet duidelijk wie er opdraait voor een dekkingstekort. Dat kan leiden tot verdelingsconflicten waarbij pensioenfondsen onder druk van hun vergrijzende deelnemersbestand sociale partners gijzelen om bij dekkingstekorten over de brug te komen met herstellpremies. De CAO-tafel dreigt dus te worden belast door verdelingsproblemen binnen het pensioenfonds. Ook bestaat het gevaar dat grote collectieve buffers die van niemand zijn in goede tijden worden afgeroomd door de overheid of de sociale partners.

Een ander gevolg van ambigue eigendomsrechten is dat pensioenrechten bij een dekkingstekort niet overdraagbaar zijn wanneer een deelnemer wisselt van baan. Ook wordt waardeoverdracht eerlijker als schokken onmiddellijk worden afgerekend in individuele eigendomsrechten. In het huidige systeem kan een vertrekkende deelnemer alleen aanspraak maken op de collectieve buffer van een pensioenfonds als hij zijn geld laat staan bij zijn pensioenfonds en slaper wordt met alle administratieve lasten van dien. Een bijkomend voordeel van het verdelen van vermogens over individuen is dat het risico dat met dit vermogen gelopen wordt

---

<sup>13</sup> Zie Commissie Frijns (2010) Pensioen: "Onzekere zekerheid".

<sup>14</sup> Zie bijvoorbeeld Teulings en de Vries (2006).

kan worden afgestemd op de voorkeuren en omstandigheden van de betrokken individuen. Ook zijn eventueel vormen van individuele keuzevrijheid mogelijk bij het al of niet blootstaan aan bepaalde risico's. Het recente pensioenakkoord van sociale partners stelt voor deze mogelijkheden voor individuele keuzevrijheid te onderzoeken nu risico's steeds meer expliciet worden gedragen door individuele deelnemers.

## 6 Conclusie

De meeste economische literatuur suggereert dat een lange hersteltermijn voor pensioenfondsen optimaal is. Immers: hoe langer de hersteltermijn, hoe groter het aantal toekomstige generaties waarover schokken kunnen worden gespreid. Dit artikel laat echter zien dat aan lange hersteltermijnen ook een aantal belangrijke nadelen kleven. Ten eerste kan een lange hersteltermijn leiden tot grote overschotten en tekorten, waardoor de continuïteit van een pensioenfonds in gevaar komt. Ten tweede kan een lange hersteltermijn verstoringen in de arbeidsmarkt veroorzaken wanneer werknemers het collectief dat door het fonds wordt bestreken eenvoudig kunnen ontvluchten in een flexibele arbeidsmarkt met veel arbeidsmobiliteit. Ten derde zijn de mogelijkheden voor het doorschuiven beperkt doordat de vergrijzing en het volwassen worden van pensioenfondsen de verplichtingen van pensioenfondsen groter maken ten opzichte van de premiebasis. Ten vierde kan het voor jonge en toekomstige generaties onaantrekkelijk zijn om te delen in huidige risico's wanneer ze al relatief veel van dat risico dragen via hun menselijk kapitaal.

Het voordeel van het doorschuiven van risico's naar de toekomst is daarom kleiner dan vaak wordt verondersteld. We hebben ook beargumenteerd dat het onmiddellijk afrekenen in individuele pensioenrechten goed kan samengaan met geleidelijke aanpassingen in consumptiepatronen. Daar komt nog bij dat het direct afrekenen van schokken met deelnemers een aantal belangrijke voordelen met zich meebrengt. In de eerste plaats vergroot het de transparantie over gerealiseerde risico's, omdat direct duidelijk is voor deelnemers hoe zij worden beïnvloed door economische schokken zodat ze hun spaar- en arbeidsmarktgedrag zo nodig tijdig kunnen aanpassen. In de tweede plaats bestaat er bij het direct afrekenen van schokken geen onduidelijkheid meer over de eigendomsrechten van het pensioenvermogen. Deze explicitering van de eigendomsrechten maakt de overdracht van pensioenrechten eerlijker en eenvoudiger. In de derde plaats vermindert het direct afrekenen de noodzaak voor intensieve publieke regulering en voorkomt het dat fondsen te veel risico nemen dat niet geborgd is bij de deelnemers. Tenslotte wordt het ook mogelijk de te nemen risico's beter af te stemmen op de risicocapaciteit van individuele deelnemers.

Het direct verrekenen van schokken met de individuele pensioenrechten van deelnemers is daarom een interessante beleidsoptie die serieuze aandacht verdient bij de hervorming van het pensioenstelsel.

**Auteurs**

Lans Bovenberg ([a.l.bovenberg@uvt.nl](mailto:a.l.bovenberg@uvt.nl)) is Netspar hoogleraar aan de Universiteit van Tilburg. Roel Mehlkopf ([r.j.mehlkopf@cpb.nl](mailto:r.j.mehlkopf@cpb.nl)) is onderzoeker bij het Centraal Planbureau en Netspar.

## Literatuur

- Ball, L. en N. Mankiw, 2007, Intergenerational Risk Sharing in the Spirit of Arrow, Debreu and Rawls, with Applications to Social Security Design. *Journal of Political Economy*, vol. 115(4): 523-47.
- Beetsma, R. en A. Bovenberge, 2009, Pensions and Intergenerational Risk Sharing in General Equilibrium, *Economica*, vol. 76(302): 364-86.
- Benzoni, L., P. Collin-Dufresne en R. Goldstein, 2007, Labour supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model, *Journal of Finance*, vol. 62(5): 2123-67.
- Benartzi, S. en R. Thaler, 1995, Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 110(1): 73-92.
- Bohn, H., 2009, Intergenerational Risk Sharing and Fiscal Policy, *Journal of Monetary Economics*, vol. 56(6): 805-16.
- Bohn, H., 2010, Private versus Public Risk Sharing: should Governments provide Reinsurance? Working Paper, University of California Santa Barbara.
- Bonenkamp, J. en E. Westerhout, 2009, Intergenerational Risk Sharing and Labour Supply in Funded Pension Schemes with Defined Benefits, Working Paper, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
- Commissie Frijns, 2010, Pensioen: onzekere zekerheid.
- Cui, J., F. de Jong en E. Ponds, 2010, Intergenerational Risk Sharing within Funded Pension Schemes, *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 10(1): 1-29.
- Diamond, P., 1977. A Framework for Social Security Analysis. *Journal of Public Economics*, vol. 8(3): 275-98.
- Gollier, C., 2008, Intergenerational Risk-Sharing and Risk-Taking of a Pension Fund. *Journal of Public Economics*, vol. 92(5): 1463-85.
- Gordon, R.H. en H. R. Varian, 1988, Intergenerational Risk Sharing. *Journal of Public Economics*, vol. 37(2): 185-202.
- Gottardi, P. en F. Kubler, 2008, Social Security and Risk Sharing. CESifo Working Paper Series 1705.
- Gruber, J. en D.A. Wise, 1999, Introduction and Summary, in: J. Gruber en D.A. Wise (eds.), *Social Security and Retirement around the World*, University of Chicago Press, Chicago, IL, pp 1-36.
- Krueger, D. en F. Kubler. 2002, Intergenerational Risk Sharing via Social Security when Financial Markets are Incomplete, *American Economic Review*, Papers and Proceedings, vol. 92(2): 407-10.
- Mehlkopf R., 2010, Intergenerational Risk Sharing under Elastic Labor Supply, working paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1551493>.
- Mehlkopf R., 2011, Intergenerational Risk Sharing and Long-Run Labor Income Risk, working paper. Tilburg University.
- Merton, R., 1983, On the role of Social Security as a means for Efficient Risk Sharing in an Economy where Human Capital is not tradable., in: Z. Bodie en J. Shoven (eds.), *Financial Aspects of the United States Pension System*, Chicago: University of Chicago Press for the NBER.
- Ponds, E., 2009, Risicodraagvlak pensioenfondsen schiet tekort: op naar een nationaal pensioenfonds, *Me Judice*, Jaargang 2, 28 april 2009.
- Rawls, J., 1971, *A Theory of Justice*, Harvard University Press, 1971.
- Samwick, A., 1998, New evidence on Pensions, Social Security, and the timing of Retirement, *Journal of Public Economics*, vol. 70(2): 207-36.

Smetters, K., 2006, Risk Sharing across generations without publicly owned equity, *Journal of Monetary Economics*, vol. 53(7): 1493-1508.

Stock, J. en D.A. Wise, Pensions, the Option Value of Work, and Retirement, *Econometrica*, vol. 58(5): 1151-80.

Teulings, C. en C. de Vries, 2006, Generational Accounting, Solidarity and Pension Losses. *De Economist*, vol. 154(1): 63-83.