

Efficiëntie en continuïteit in pensioenen: het FTK nader bezien

Casper van Ewijk, Coen Teulings

1. Inleiding

Vijf jaar na de beurskrach, die een schokgolf teweeg bracht bij Nederlandse pensioenfondsen, kan worden geconstateerd dat het Financieel Toetsingskader (FTK) zijn succes heeft bewezen. In de afgelopen jaren heeft zich een stille revolutie voltrokken binnen de aanvullende pensioenen. Met de overgang op flexibeler pensioencontracten op basis van middelloon en transparantere voorwaardelijke indexering, betere waarderingmethoden en duidelijkere regels voor dekking en herstelperioden, is de schokbestendigheid van de Nederlandse pensioenen aanmerkelijk versterkt.

Nu de pensioensector, ook geholpen door een aantrekkende conjunctuur, weer in rustiger vaarwater terecht is gekomen, is het een goed moment om weer naar de toekomst te kijken en enkele achtergronden van het FTK nog eens langs te lopen. Het FTK is, mede door de urgentie van de vermogenstekorten, onder hoge druk tot stand gekomen. Het denken over pensioenen en het bijbehorende toezicht heeft in de tussentijd niet stilgestaan. In dit paper bespreken wij een aantal onvolkomenheden in thans gebruikelijke pensioencontracten en, in samenhang daarmee, in het gehanteerde toezichtkader. Deze bespreking concentreert zich op de wijze waarop beleggingsschokken worden opgevangen en op de mogelijkheid om daarbij risico's te spreiden tussen generaties. Vervolgens doen wij een voorstel voor een simpel systeem om met dergelijke schokken om te gaan dat uitgaat van risicospreiding tussen generaties en dat enerzijds niet te ver afstaat van de huidige vormgeving van pensioencontracten en anderzijds de genoemde problemen van de huidige praktijk vermijdt.

De inhoud van deze bijdrage kan worden samengevat in tien stellingen:

1. Door het onderscheid tussen onvoorwaardelijke en voorwaardelijke verplichtingen vormt het FTK een belemmering voor de explicitering van pensioencontracten

2. De nominale kaders van het FTK zijn uit nood geboren. Deelnemers zitten niet te wachten op een nominale pensioengarantie. Het aanpassingsvermogen van pensioenfondsen is ingeperkt doordat het indexatie-instrument afhankelijk is gemaakt van de inflatie.

3. De rol van de sponsor raakt steeds meer uitgespeeld; dit vergroot de zekerheid van pensioenen.

4. *Een goed pensioen is een onzeker pensioen.*
5. *Een goed pensioencontract verdeelt meevallers en tegenvallers door een gelijke procentuele aanpassing van de consumptie van alle deelnemers, ongeacht hun leeftijd. De doorsneepremie doet dat mits deze wordt toegepast op zowel werkenden als gepensioneerden.*
6. *De doorsneepremie is niet solidair in de verdeling van baten en lasten binnen generaties, maar zorgt wel voor efficiënte spreiding van risico's tussen generaties.*
7. *Een goede staffel vertoont geen knikken.*
8. *Intergenerationele risicodeling is goed voor de welvaart omdat het schokken spreidt over generaties; daar kan echter een negatief welvaartseffect tegenover staan wanneer risicodeling plaatsvindt via pensioenpremies die een impliciete belasting op arbeid vormen.*
9. *Om het systeem van intergenerationele risicodeling in stand te houden is een bruidschat nodig in de vorm van overreserves.*
10. *Het gevaar voor discontinuïteit kan uit onverwachte hoek komen, namelijk van de huidige generaties.*

Deze stellingen zullen in de navolgende tekst achtereenvolgens worden uitgewerkt en toegelicht.

2. Tweedeling in het pensioencontract

De invulling van het pensioencontract is in Nederland de zaak van de sociale partners. De nieuwe Pensioenwet, met als onderdeel het FTK, stelt slechts de kaders waarbinnen pensioenfondsen moeten opereren. Het huidige FTK is duidelijk geënt op de historisch gegroeide praktijk van de aanvullende pensioenen in Nederland. In dat stelsel worden aan werknemers jaarlijks op basis van het loon nominale pensioenrechten toegewezen. Deze rechten bieden een minimumgarantie voor het uiteindelijke pensioen. Daarbovenop wordt via indexatie de waarde van de rechten opgehoogd als compensatie voor inflatie plus eventueel een verhoging gekoppeld aan de reële loonontwikkeling. Indexatie kent traditioneel een ondergrens van nul en een bovengrens van 100% van de inflatie en/of de loonstijging. Negatieve aanpassing van de rechten, het 'afstempelen', komt slechts in uitzonderlijke situaties voor. Volledige koppeling vormt vaak de bovengrens. Overtollige reserves werden in de regel vertaald in lagere premies of 'premie-holidays'.

De tweedeling tussen 'automatische' opbouw van nominale rechten aan de ene kant en de indexatie aan de andere kant vinden wij ook duidelijk terug in het huidige FTK. In het toetsingskader wordt deze tweedeling zelfs verder op de spits gedreven.

De formele dekkingseisen voor pensioenfondsen hebben alleen betrekking op de onvoorwaardelijke, nominale verplichtingen. De voorwaardelijke verplichtingen, de indexaties, vallen buiten deze formele dekkingseisen. 'Voorwaardelijk' betekent in dit verband dat de indexatie afhankelijk is van een discretionaire beslissing door het bestuur van het fonds. Over de voorwaarden van indexatie mag op voorhand geen duidelijkheid bestaan. Vanwege de dekkingseisen hebben de meeste pensioenfondsen ervoor gekozen om de indexaties voorwaardelijk te maken in de zin van de Pensioenwet. In praktijk valt de tweedeling tussen onvoorwaardelijke en voorwaardelijke toezeggingen daarom samen met het onderscheid tussen nominale rechten en indexaties. Het toezicht heeft zich daarmee verengd tot maar een klein deel van de totale pensioenen. Voor een gemiddelde werknemer vormen de nominale rechten vaak niet meer dan de helft van het werkelijke te verwachten pensioen.

Deze tweedeling, die in de Pensioenwet is vastgelegd, werkt onduidelijkheid van het pensioencontract in de hand. Duidelijkheid over de condities waaronder wel en niet zal worden geïndexeerd, wordt afgestraft met formele eisen voor de dekking, terwijl ongespecificeerde, voorwaardelijke toezeggingen 'vrijuit' gaan in de zin dat zij niet leiden tot een formele dekkingseis. Dit wordt weliswaar in de praktijk verzacht door de eis van consistentie tussen indexatiebeleid en financiering, maar dat neemt niet weg dat de wet een stimulans inhoudt tegen explicitering van het pensioencontract.

Een expliciet contract is overigens iets anders dan een zeker contract. In een expliciet contract is ook de verdeling van de risico's vastgelegd. Het is goed mogelijk om hiervoor heldere regels te formuleren, bijvoorbeeld door premies en pensioenopbouw te koppelen aan de realisatie van bepaalde onzekere variabelen. Dit gebeurt feitelijk wanneer pensioenuitkeringen worden gekoppeld aan de inflatie of de loonstijging. Maar het is ook mogelijk pensioenen en premies expliciet afhankelijk te maken van het gerealiseerde rendement van het pensioenfondsen. In het contract dat wij in dit paper voorstellen is dit ook het geval.

3. Nominale kaders van het FTK

Door de gekozen vormgeving van het FTK wordt ook de traditionele nominale basis van de aanvullende pensioenen in Nederland bestendig. De motivatie voor de nadruk op nominale zekerheden lijkt vooral een pragmatische te zijn. Bij de herziening van het FTK hadden de meeste fondsen onvoldoende vermogen om aan reële dekkingseisen te voldoen, terwijl nominale dekkingseisen wel binnen bereik lagen. Een keuze voor nominale garanties was in die omstandigheden politiek gesproken een eenvoudige uitweg, ondanks de betrekkelijke waarde van dergelijke garanties.

De nadruk op de nominale verplichtingen heeft gevolgen voor het financiële toezicht op de pensioenfondsen. Centraal in het toezicht staat de nominale dekkinggraad; dit is de verhouding tussen de bezittingen en de nominale verplichtingen van een pensioenfonds. Omdat de nominale verplichtingen maar een beperkte afspiegeling zijn van de verwachte reële pensioenen, zegt deze

dekkingsgraad weinig over de werkelijke vermogenspositie van fondsen. Gelukkig rapporteert de toezichthouder (DNB) sinds enige tijd ook een indicatie voor de reële dekkingsgraden van fondsen. Ook de meeste fondsen zijn zich van hun verantwoordelijkheid bewust en kijken mede naar de reële dekkingsgraden. Niettemin kent de nadruk op de nominale verplichtingen in pensioencontracten en aansluitend in het FTK een aantal bezwaren.

Allereerst leidt de nominale benadering vanuit het perspectief van deelnemers tot een ongewenste verenging. Deelnemers zitten niet te wachten op een nominale minimumgarantie van hun pensioen, zeker als die ook zo ver aflight van het geambieerde pensioen als thans het geval is. Wij gaan ervan uit dat consumenten niet aan geldillusie leiden – zeker niet bij dergelijke lange termijncontracten - en vooral geïnteresseerd zijn in de koopkracht van het pensioen. Als er al een garantie ingebouwd moet worden, ligt het meer voor de hand dat deze in reële termen luidt. Ook vanuit het toezicht is de nominale benadering ongewenst. De nominale dekkingsgraad is een slechte indicator voor de reële dekkingsgraad. De verhouding tussen de nominale dekkingsgraad en de reële dekkingsgraad is niet constant, maar hangt af van economische variabelen zoals de rente, de inflatie en de economische groei, en van de rijpheid van het pensioenfonds: voor het ABP met een relatief vergrijsde populatie, is het verschil kleiner dan voor PGGM, met een veel jongere populatie deelnemers. Zelfs wanneer een marge ('buffer') bovenop de nominale dekkingsgraad wordt gelegd, is het verre van zeker dat het getal de werkelijke reële dekkingsgraad goed reflecteert (Van Ewijk en Van de Ven, 2002).

Een volgend nadeel is dat door de splitsing in een nominale garantie en variabele indexatie het aanpassingsvermogen van pensioenfondsen bij negatieve schokken afhankelijk wordt gemaakt van de inflatie. Bij hoge inflatie is variabele indexatie een effectief instrument om onderdekkingsproblemen op te lossen, maar bij een lage inflatie neemt de ruimte voor het sturen via indexatie af. Om van een situatie van deflatie – de schrik van de pensioenfondsen – nog maar niet te spreken.

Ten slotte zijn er ook vanuit macro-economisch perspectief geen goede argumenten te bedenken voor een nominale minimumgarantie in de pensioenen. Sinds de introductie van de EMU, en feitelijk al lang daarvoor, wordt inflatie niet in Amsterdam bepaald maar in Frankfurt. In theorie is nog denkbaar dat in de extreme omstandigheid van een diepe Europabrede pensioen crisis het bewust creëren van inflatie een uitweg zou bieden. Vanwege de verschillen in de financiering van pensioenen is het zeer de vraag of een dergelijke crisis zich in Nederland op hetzelfde moment zou voordoen als in andere landen. Het Nederlandse kapitaaldekkingstelsel is immers gevoelig voor heel andere schokken dan het pensioenstelsel in andere landen, dat meestal op het omslagstelsel berust. Dit staat nog los van de vraag of je de kat op het spek wilt binden, door in noodgevallen een dergelijke inflationaire escape te bieden. Het verdient ook daarom aanbeveling nominale garanties uit het pensioensysteem te elimineren

4. Pensioen: meer zekerheid door terugtrekkende sponsor

In de filosofie achter het FTK klinkt nog het verleden door waarin het pensioen als uitgesteld loon werd beschouwd, met bijbehorende inkomensgaranties van de zijde van de werkgever. De uitkering van het pensioen was van origine de verantwoordelijkheid van de onderneming, evenals de risico's die met de pensioenbeleggingen verbonden waren. Het toezicht was er vooral op gericht dat de pensioenbelofte wordt waargemaakt. In de loop der tijd is de onderneming meer buiten beeld geraakt. Dit is recentelijk verder versterkt door de nieuwe boekhoudregels (IFRS). Het pensioen is daardoor in karakter veranderd van een uitgesteld loon naar een financiële titel, die bij wijze van secundaire arbeidsvoorwaarde aan de werknemers toevalt.

Deze ontwikkeling wordt met name vanuit werknemerszijde wel eens opgevat als vermindering van zekerheid van pensioenen. Deze interpretatie ligt op het eerste gezicht voor de hand, maar is bij nadere beschouwing onjuist. De ontkoppeling van pensioenfondsen en onderneming leidt juist tot een grotere betrouwbaarheid van de pensioenuitkering. De (vaak impliciet geformuleerde) garanties die een onderneming verschaft voor toekomstige pensioenbetalingen, kunnen op de financiële markten worden gewaardeerd. Deelnemers in een pensioenfonds zijn beter af als de onderneming de waarde van die garanties vooraf bijschrijft op de balans van het pensioenfonds, dan dat het fonds daar achteraf, in geval van slecht weer, een beroep op moet doen. Het pensioenfonds kan de waarde van die garanties dan zelf op de kapitaalmarkt beleggen. Dat biedt veel betere mogelijkheden voor risicospreiding van dat deel van het vermogen, dan een toekomstige claim op de sponsor. De waarde van die claim is immers afhankelijk van het wel en wee van de onderneming op dat moment. De garantie van de sponsor is daarmee equivalent aan een belegging in de aandelen van de eigen onderneming. De ervaringen met Enron en met de Amerikaanse luchtvaartmaatschappijen laten zien dat dit alles behalve een hypothetische discussie is.

5. Een goed pensioen is een onzeker pensioen

De benadering om het pensioen als een financiële titel te zien sluit aan bij de economische theorie die pensioenen in de eerste plaats als vorm van sparen en beleggen opvat. Volgens het standaardmodel van pensioensparen, dat teruggaat op Merton (1969) en Samuelson (1969), wordt een beleggingsportefeuille gekozen overeenkomstig de voorkeuren voor rendement en risico. Deze kunnen per individu verschillen. Sommigen geven de voorkeur aan een minder ambitieus maar relatief 'veilig' pensioen, anderen streven naar een gemiddeld hoger pensioen maar moeten dan ook meer risico op de koop toenemen. Gemiddeld kiezen de meeste huishoudens niet voor een absoluut veilig pensioen, maar geven de voorkeur aan pensioen met een zeker risico en een gemiddeld hogere uitkering. Een goed pensioen is dus een onzeker pensioen.

Dat moet ook zo zijn vanuit macro-economisch perspectief. De economie is nu eenmaal onzeker, en het risico moet hoe dan ook verdeeld worden. In evenwicht is de vergoeding voor het nemen van risico zodanig dat huishoudens bereid zijn ‘hun’ deel van het totale risico voor hun rekening te nemen. Dat geldt ook voor Nederlandse werknemers. Alleen wanneer aannemelijk gemaakt zou worden dat Nederlandse burgers veel meer risico-avers zijn dan de gemiddelde wereldburger, kan dat een argument bieden voor pensioenportefeuilles die defensiever zijn dan de gemiddelde marktportefeuille.

Het standaardmodel uit de economische theorie leidt op een aantal punten tot wezenlijk andere conclusies dan het pensioencontract dat nu in de praktijk in Nederland is ontstaan. Volgens het standaardmodel worden schokken – meevallers zowel als tegenvallers – direct vertaald in aanpassing van de premies en pensioenaanspraken (Bodie, Merton, Samuelson (1992), Teulings en De Vries (2006)). Het welvaartsverlies door schokken wordt geminimaliseerd door het effect op de consumptie zoveel mogelijk te spreiden over het hele leven. De consumptie wordt over de gehele levenscyclus aangepast met de annuïteit van de (vermogens)schok. Dat geldt zowel voor het werkzame leven als voor de pensioenfase. Daarbij is de relatieve verandering van het beschikbare inkomen voor alle deelnemers gelijk, zowel voor werkenden als voor gepensioneerden¹. In die zin is er in het standaardmodel sprake van maximale solidariteit: als op enig moment de aandelenkoersen dalen, dan heeft die schok voor alle deelnemers, ongeacht hun leeftijd, procentueel gezien precies hetzelfde effect op hun beschikbare inkomen.

Deze toepassing van het standaardmodel gaat ervan uit dat huishoudens zelf geen of beperkte toegang tot de kapitaalmarkt hebben. Dit geldt zeker voor jongere huishoudens. Volgens het standaardmodel moeten vooral jongeren aanzienlijke bedragen beleggen in risicodragende activa. Jonge huishoudens hebben veelal echter slechts beperkt toegang tot kapitaalmarkten. Dat geldt in het bijzonder voor de onderkant van de inkomensverdeling. Een belangrijke meerwaarde van pensioenfondsen is dat zij via pooling van generaties ook deze groep toegang tot de kapitaalmarkt verschaffen. Deze groep is daardoor voor zijn besparingen en beleggingen volledig op pensioenfondsen aangewezen. Voor andere – rijkere - huishoudens luistert de invulling van het pensioencontract minder nauw, omdat zij via compenserende transacties hun brede portefeuille altijd naar eigen preferenties kunnen inrichten.

6. De doorsneepremie

De doorsneepremie, die door de Pensioenwet aan pensioenfondsen wordt opgelegd, is een hoeksteen van het Nederlandse pensioengebouw. Deze premiestelling wordt

¹ Het gaat hier overigens louter om het looninkomen. Andere inkomensbronnen, vermogen, en schulden blijven buiten beschouwing. Gezien het grote belang dat een eigen huis en de daarop rustende hypotheekschuld hebben voor veel gezinnen, is het een interessante vraag hoe deze vermogensbestanddelen in de pensioenopbouwssystematiek geïntegreerd zouden kunnen worden.

traditioneel gemotiveerd vanuit de solidariteitsgedachte. Bij een uniforme premie betalen alle deelnemers van een pensioenfonds naar rato van hun inkomen, zo luidt de gedachte. Dit lijkt op het eerste gezicht inderdaad een teken van solidariteit. Dat is echter niet vanzelfsprekend. Het maakt verschil of het gaat om solidariteit binnen generaties of solidariteit tussen generaties.

Solidariteit binnen generaties is over het algemeen niet geholpen met de doorsneepremie, althans voorzover deze wordt toegepast in een stelsel met lineaire pensioenopbouw evenredig aan de werktijd. Hoogopgeleiden, die gemiddeld langer leven, profiteren per saldo van de doorsneepremie, terwijl laagopgeleiden inleveren. Hetzelfde geldt voor vrouwen die gemiddeld langer leven dan mannen (Bonenkamp, 2007). Daarnaast de combinatie van doorsneepremie en lineaire pensioenopbouw ertoe dat de jaren vroeg in de carrière onvoldoende worden meegewogen voor het pensioen en jaren later in de carrière juist te veel. Immers, de lange periode tussen de premiebetaling op jonge leeftijd en het feitelijke gebruik van het pensioen biedt de mogelijkheid om forse beleggingswinsten te behalen, en die winsten leiden niet tot extra pensioenaanspraken. Voor iemand die zijn hele leven bij een fonds blijft, middelen de te lage opbouw van rechten aan het begin en de te hoge opbouw aan het einde elkaar min of meer uit, maar voor mensen met gebroken carrières geldt dat niet. Deze problemen van intragenerationele solidariteit, die feitelijk meer het gevolg zijn van de lineaire pensioenopbouw dan van de doorsneepremie, blijven in het vervolg van dit betoog verder buiten beschouwing.

Vanuit de solidariteit tussen generaties kan de doorsneepremie wel worden gemotiveerd. Startend vanuit het theoretische standaardmodel zou de premie moeten variëren tussen generaties. Dat valt eenvoudig in te zien. Een generatie die toetreedt tot het pensioenfonds in 2000 wordt in de premiestelling volgens het standaardmodel niet geconfronteerd met overwinsten of verliezen op de beleggingsportefeuille uit de jaren negentig, bij de generatie die is toetreden in 1990 gebeurt dat wel. Als er gedurende de jaren negentig dus forse beleggingsverliezen zijn geweest, dan heeft de generatie die in 1990 toetrad dus te maken met een fors hogere pensioenpremie. Dergelijke verschillen kunnen alleen worden weggewerkt als de generatie die in 2000 toetreedt, meedeelt in de verliezen uit de jaren negentig. Dit is precies wat de doorsneepremie bewerkstelligt: alle werkende generaties betalen dezelfde premie en delen daardoor volledig in elkaar's verliezen. Dit is ook optimaal: hoe langer de periode waarover het beleggingsrisico kan worden gespreid, des te beter is de risicospreiding en dus wordt de afweging tussen rendement en risico verzacht. Anders gezegd, een doorsneepremie is efficiënt voor zover het de 'inhaalpremies' betreft die worden geheven om tegenvallers uit het verleden op te vangen, of 'premiëkortingen' die worden gemotiveerd door eerdere meevallers. Dit volgt uit het idee van maximale spreiding van beleggingsrisico's over de levenscyclus, of nog liever over een oneindige keten van huidige en toekomstige generaties.

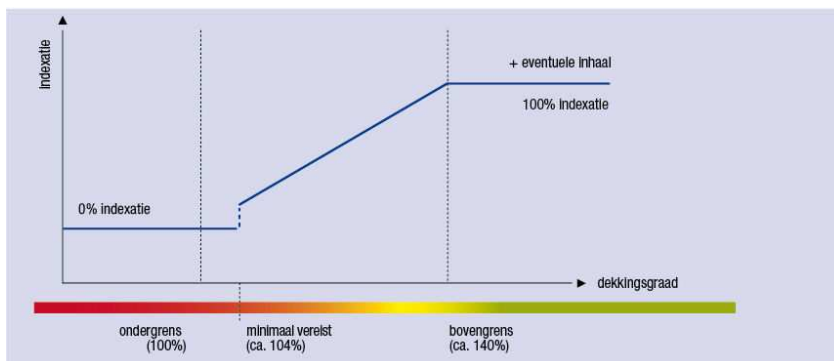
De doorsneepremie is dus volledig efficiënt als het standaardmodel wordt uitgebreid met de mogelijkheid van inhaalpremies en premiëkortingen ten behoeve

van solidariteit tussen generaties. Eerdere pleidooien voor de invoering van ‘generatierekeningen’ van Teulings en De Vries (2006) waren eveneens gebaseerd op het standaardmodel, maar sloten solidariteit tussen generaties anders dan via normale kapitaalmarkttransacties a priori uit. Dan bewegen de pensioenpremies voor diverse generaties zich in de tijd parallel, maar op een verschillend niveau. Solidariteit tussen generaties neemt die niveauverschillen in de premies weg. De eerder genoemde generatie die pas in 2000 tot het pensioenfonds toetreedt, wordt hiermee in feite gedwongen om mee te delen in de beleggingsrisico’s over de jaren negentig, naar we hopen *for better*, maar helaas soms ook *for worse*. Dit bewerkstelligt de risicospreiding over de langst mogelijke periode waarover wij eerder spraken. Echter, juist omdat de mogelijkheid *for worse* niet valt uit te sluiten, is een verplichtstelling van de pensioendeelname behulpzaam, om ook na een negatieve schok de instroom in het pensioenfonds veilig te stellen.

Welbeschouwd is de doorsneepremie een uitwerking van de regel die volgt uit het standaardmodel dat na een (vermogens-)schok het beschikbare inkomen van alle generaties, werkende en gepensioneerde, met hetzelfde percentage moet worden aangepast. Stel dat de slechte financiële positie van een fonds een verhoging van de pensioenpremie met 1 %-punt nodig maakt. Die verhoging leidt tot een daling van het beschikbare inkomen van werkenden met 1 %. Die verhoging zou dus hand in hand moeten gaan met een verlaging van de pensioenuitkering met eveneens 1 %, bijvoorbeeld van 70 % naar 69,3 % van het gemiddelde loon.

De regels die thans in de meeste pensioencontracten worden gehanteerd, zitten echter anders in elkaar. Pensioenpremies zijn meestal afhankelijk van de dekkingsgraad: een lage dekkingsgraad leidt tot een hogere premie. Dit effect is – binnen bepaalde marges - onmiddellijk, maar neemt daarna niet meer toe. In het hypothetische geval van een blijvend lage dekkingsgraad wordt het beschikbare inkomen voor werkenden eenmalig met een percentage gekort dat ook in de toekomst blijft gelden. Dit systeem lijkt nog redelijk op de regel die volgt uit het standaardmodel, zij het dat de relatie tussen premieaanpassing en dekkingsgraad in praktijk door verschillende ad-hoc restricties hoekiger van aard is. Een gelijkmatige, lineaire aanpassing zou te prefereren zijn.

Figuur 1. Indexatiestaffel van het ABP



Bron: ABP jaarverslag 2006

Voor pensioenuitkeringen geldt meestal echter een heel andere systematiek. Als voorbeeld hiervoor de indexatiestafel van het ABP dienen, zoals geïllustreerd in figuur 1. Bij onderdekking wordt de indexatie geheel of gedeeltelijk stopgezet. Een blijvend lage dekkingsgraad heeft dus in het begin een bescheiden effect, maar dat effect neemt in de loop van de tijd wel steeds verder toe. Op de lange duur worden de pensioenen dus meer gekort dan de beschikbare inkomens van werkenden. Dit verschil in behandeling is volgens het standaardmodel niet efficiënt. In het vervolg zullen wij nog een tweede bezwaar tegen het systeem van indexatiekortingen bespreken. Een goed contract behandelt werkenden en gepensioneerden gelijk, precies zoals de doorsneepremie dat doet binnen de groep werkenden. Het zou te prefereren zijn om ook de aanpassing van de pensioenuitkeringen te enten op de ‘doorsneepremieregel’ uit het standaardmodel.

7. Macro-economische doorwerking

De vormgeving van het pensioencontract is niet alleen voor de deelnemers van belang, maar ook voor de economie als geheel. De ervaringen van de ‘pensioenrecessie’ na de beursval in 2002 illustreren hoe belangrijk een stabiel pensioenstelsel voor de Nederlandse economie is. De daling van de beschikbare inkomens als gevolg van de onverhoedse stijging van de pensioenpremies verergerde de recessie. In de toekomst, wanneer de pensioenvermogens verder groeien in verhouding tot de premiebasis, wordt het belang van een stabiele pensioensector alleen maar groter. Deze macro-economische doorwerking zou een belangrijke reden voor de overheid moeten zijn om sturend op te treden. Gelukkig lopen macro-economische efficiëntie en micro-economische efficiëntie in het standaardmodel grotendeels parallel. Contracten die goed zijn voor het individu, zijn ook gunstig voor de economie als geheel. Vanuit beide perspectieven geldt immers dat schokken zoveel mogelijk moeten worden ‘uitgesmeerd’. Risicodeling tussen generaties leidt slechts tot een nog langere periode waarover schokken kunnen worden uitgesmeerd, en is dus vanuit macro-economisch gezichtspunt nog gunstiger dan het standaardmodel. Zowel het individu als de economie heeft baat bij deze ‘consumption smoothing’.

Naast een stabiele consumptie is ook het effect van pensioenpremies op de arbeidsmarkt van belang. Voor zover pensioenpremies als impliciete belasting werken, maken zij – samen met de belastingen en sociale premies – deel uit van de ‘wig’, het verschil tussen de bruto arbeidskosten voor de werkgever en de netto beloning voor werknemer. De wig heeft een verstoringseffect op de arbeidsmarkt omdat hij tot een lager arbeidsaanbod leidt en tot hogere werkloosheid. In beginsel behoeven pensioenpremies niet tot de wig te horen. Bij een actuairaal faire premie wegen immers de verworven pensioenaanspraken voor het individu precies op tegen de betaalde premie. De pensioenpremie is dan gewoon de prijs van de verworven financiële dienst, namelijk het te verwachten pensioen. Echter, het pensioen is verplicht en is niet altijd actuairaal fair, zie de eerdere bespreking van

de intergenerationele effecten van de doorsneepremie. Dat maakt dat individuen de pensioenpremie feitelijk als een belasting kunnen zien.

Daarnaast vereist risicospreiding tussen generaties dat na een aantal negatieve schokken inhaalpremies worden betaald. Waar in het standaardmodel zonder solidariteit tussen generaties de variaties in de pensioenpremies een weerspiegeling zijn van de belangen van de deelnemers, hoeft dat in het geval van risicospreiding tussen generaties door middel van inhaalpremies niet noodzakelijkerwijs het geval te zijn. Omdat de inhaalpremies worden geheven op de lonen (draagkrachtbeginsel) werken zij voor de nieuwe deelnemers verstoring op hun arbeidsbeslissing.

De macro-economische gevolgen van risicospreiding tussen generaties zijn dus zowel positief als negatief. Waar risicospreiding tussen generaties ten opzichte van het standaardmodel tot een verdere stabilisatie van de consumptie leidt, daar zijn de gevolgen voor het arbeidsaanbod potentieel negatief, omdat inhaalpremies ertoe leiden dat voor nieuwe deelnemers de band tussen betalen en genieten wordt doorbroken, en pensioenpremies dus in ieder geval deels als een belasting zullen worden opgevat.

8. Intergenerationele risicodeling vergt een bruidsschat

De nadruk op de dekking van de nominale verplichtingen is ingegeven door de zorg dat de toezeggingen aan de gepensioneerden gestand moeten worden gedaan. Het motto is dat het pensioenfonds zijn beloften moet kunnen waarmaken. Dit is een logische eis voor pensioenverzekeringen die zijn afgesloten bij verzekeringsmaatschappijen. Deze maatschappijen moeten ervoor zorgen dat er voldoende reserves zijn om de toezeggingen waar te kunnen maken. Hier moeten de verzekerden in de kern worden beschermd tegen directie en aandeelhouders die in de verleiding zouden kunnen komen de reserves op te souperen of – gezien hun beperkte aansprakelijkheid - te grote risico's te nemen. Solvabiliteitseisen in de vorm van dekking van de verplichtingen zijn dan een logische bescherming van de deelnemers, en tegelijk een waarborg voor de continuïteit van de maatschappij.

Deze gedachtegang mag echter niet zomaar worden toegepast op pensioenfondsen. Anders dan verzekeringsmaatschappijen hebben pensioenfondsen geen aandeelhouders die zich opportunistisch zouden kunnen gedragen ten koste van de deelnemers. Bij pensioenfondsen komt het 'gevaar' van een geheel andere kant, namelijk van de huidige deelnemers die het fonds te zeer uitputten of te grote risico's nemen ten nadele van toekomstige generaties. De continuïteit komt hier in het geding als toekomstige deelnemers afhaken. Weliswaar geldt er een in de CAO geregelde verplichtstelling voor deelname van werknemers aan een pensioenregeling die bij deze CAO hoort, maar wanneer een fonds er slecht voor staat zal de instroom van nieuwe deelnemers in praktijk toch onder druk kunnen komen te staan. Dat kan doordat ondernemingen zullen proberen zich bij een ander bedrijfstakpensioenfonds aan te sluiten dat er beter voorstaat, of omdat werknemers bij een ander bedrijf met een ander pensioenfonds kunnen gaan werken. In het

uiterste geval kunnen ook nieuwe pensioenregelingen en nieuwe fondsen in het leven worden geroepen.

Voor het werkelijke continuïteitsrisico van pensioenfondsen is daarom de nominale dekkingsgraad, die nu centraal staat, een slechte indicator. De reële dekkingsgraad, mits juist gedefinieerd en gemeten, biedt een beter uitgangspunt. Voor nieuwe deelnemers gaat het immers om de meerwaarde die deelname aan het pensioenfonds biedt boven het beste alternatief. Dat alternatief kan zijn om zelf te sparen in de derde pijler, maar ook een overstap naar een ander fonds of oprichting van een nieuw fonds. De meerwaarde van deelname aan een bestaand fonds wordt bepaald door twee factoren: (i) de intrinsieke voordelen van het fonds boven het beste alternatief, en (ii) de netto reservepositie van het fonds, d.w.z. het saldo van vermogen en verplichtingen aan huidige deelnemers.

De eerste factor, het intrinsieke voordeel, hangt af van de besparing op transactiekosten, de betere toegang tot de kapitaalmarkt, en de mogelijkheden voor risicospreiding tussen generaties van het fonds in vergelijking tot de beste alternatieve oplossing voor pensioensparen die nieuwe deelnemers voorhanden hebben. Deze factor noemen wij X (in procenten van de reële verplichtingen) en beschouwen hem hier als gegeven. Bovenberg e.a. (2007) hebben een aantal van deze posten gekwantificeerd. De tweede factor, de netto reservepositie, of de bruidsschat van het fonds, kunnen wij uitdrukken in de reële dekkingsgraad. Deze geeft aan wat er per saldo voor nieuwkomers in het fonds zit. Bij 100% dekking weegt het pensioenvermogen precies op tegen de verplichtingen, d.w.z. de verwachte waarde van het toekomstige pensioen van alle huidige deelnemers. Bij een waarde van meer dan 100% komt het verschil, noem het de overschotreserve S , ten goede aan de nieuwe deelnemers, en bij een waarde van minder dan 100% komt het tekort voor rekening van de nieuwe deelnemers. Merk op dat de verplichtingen hier geen harde welvaartsvaste pensioenen betreffen, maar de waarde van te verwachten pensioenen van de huidige deelnemers die afhankelijk zijn van de beleggingsresultaten van het fonds. In de ‘brede’ interpretatie van de doorsneepremie ademen de pensioenen immers net zo goed als de premies mee met de reservepositie van het fonds.

De continuïteit van het pensioenfonds komt in het geding als het tekort in de dekking groter wordt dan de intrinsieke waarde, dus wanneer $X + S < 0$. De ondergrens voor de dekking is dan $S^{min} = -X$: de minimale overschotreserve moet gelijk zijn aan minus de intrinsieke waarde van de participatie in het pensioenfonds. Deze ondergrens zou centraal moeten staan in de solvabiliteitseisen voor pensioenfondsen, een geheel andere ondergrens dan de nominale dekkingsgraad die thans als uitgangspunt dient. Een fonds dat op de ondergrens zit, zou tijdelijk niet meer risicodragend mogen beleggen, omdat door risico te nemen het vermogen bij een negatieve schok verder zou verminderen, waardoor de dekkingsgraad onder de ondergrens S^{min} zou komen.

9. Continuïteit: het gevaar kan uit onverwachte hoek komen

Om te voorkomen dat de continuïteit in gevaar komt, moet het fonds uit de buurt van de ondergrens S^{min} blijven. Dat kan door grotere overschotreserves $S > S^{min}$ aan te houden, of door het beleggingsbeleid aan te passen om de kans op onderschrijding binnen een bepaalde marge te houden. Neem voor de eenvoud aan dat X klein is, zodat bij benadering $S^{min} = 0$. Deze veronderstelling is waarschijnlijk iets te pessimistisch, maar toch niet helemaal vreemd, vooral wanneer in de toekomst de mogelijkheid om van pensioenfondsen te veranderen ruimer wordt. Dan kunnen immers de intrinsieke voordelen van het ene fonds worden ingeruild voor die van een ander. In dat geval is een reële dekkingsgraad van meer dan 100% vereist om continuïteit te waarborgen. Stel dat een fonds nu als gevolg van een serie negatieve schokken op of dicht bij de ondergrens S^{min} zit. In dat geval wordt van de huidige generaties verwacht dat zij gemiddeld genomen meer investeren in het fonds dan zij terugkrijgen in de vorm van pensioenen. Immers, naar verwachting zal bij hun overlijden de dekkingsgraad boven de ondergrens S^{min} liggen, zodat zij per saldo meer hebben bijgedragen dan dat zij terugkrijgen. Echter, tegenover deze verplichting staat een vordering: als het tegenzit op de beurs, kunnen eventuele verliezen worden doorgeschoven naar volgende generaties, omdat ook zij dan in dezelfde positie beginnen als de generatie die nu toetreedt. Het is echter duidelijk dat het niet eenvoudig zal zijn het pensioencontract zo in te richten dat nieuwe generaties in die omstandigheden vrijwillig tot het fonds zullen toetreden.

Normaliter zal de dekkingsgraad van een fonds echter boven de ondergrens S^{min} liggen. Het fonds beschikt dan over een bruidsschat. Hierdoor ontstaat een omgekeerd probleem. Voor de huidige deelnemers is het dan in beginsel aantrekkelijk om het fonds te sluiten voor nieuwe deelnemers, dan wel om de bruidsschat te gebruiken voor allerlei verfraaiingen van het pensioencontract zonder acht te slaan op de houdbaarheid van contract bij tegenwind op de financiële markten, zoals in de jaren negentig in Nederland ook is gebeurd. Niet alleen eigenaren zij zich dan de overwaarde toe, maar bovendien ontslaan zij zich zelf bij sluiting van het fonds van de plicht om een suboptimale beleggingsportefeuille aan te houden om het risico op onderdekking te beperken. Het in stand houden van het systeem van intergenerationele risicodeling vergt dus discipline van de huidige generaties. Continuïteit vereist dat iedere lichter van deelnemers ervoor zorgt dat een bruidsschat kan worden overgedragen aan de volgende lichter van deelnemers. Het FTK kan hier een nuttige rol vervullen om het welvaartsverhogende systeem van intergenerationele risicodeling in stand te houden.

Het probleem van deze bruidsschat is het gevolg van het fundamentele probleem van een dynamisch verzekeringscontract. De meerwaarde van de intergenerationele risicodeling ontstaat door het ontbreken van een markt waarop contracten kunnen worden afgesloten met toekomstige generaties. Pensioenfondsen kunnen dit marktfalen maar ten dele oplossen. De fondsen kunnen wel uit naam van toekomstige generaties een contract afsluiten, maar het is de vraag of toekomstige generaties dat contract ook daadwerkelijk zullen aanvaarden. Door de optie om het contract niet te aanvaarden, door niet in te stappen in het fonds, ontstaat een fundamentele asymmetrie: wanneer zich 'op rekening' van toekomstige generaties een positieve schok heeft voorgedaan zal de nieuwe deelnemer graag bereid zijn het

contract te aanvaarden. Maar bij een negatieve schok zal de nieuwe deelnemer liever uit het contract stappen door zich bijvoorbeeld bij een ander fonds aan te sluiten. De enige manier om dit te voorkomen is om een zodanige bruidsschat ('buffer') aan te houden dat het fonds voldoende aantrekkelijk blijft voor nieuwkomers. Deze oplossing is op zijn beurt niet optimaal voor huidige deelnemers, die beter af zouden zijn door de overschotreserves zelf op te maken. Een vrijwillig intergenerationeel contract is dus misschien onmogelijk. Alleen toezicht dat grenzen stelt aan de kans op tekortschietende dekking kan het intergenerationele contract redden. Dit is een onderwerp van verder onderzoek (Van Ewijk en Teulings, 2007).

10. Een simpele aanpassingsregel

Zijn er simpele regels denkbaar voor de premiestelling en het beleggingsbeleid, die enerzijds de financiële stabiliteit van pensioenfondsen op lange termijn garanderen en rekeningen niet oneindig naar de toekomst doorschuiven, maar die anderzijds wel de mogelijkheid bieden te profiteren van de voordelen van risicodeling tussen generaties? En wat zijn dan de eigenschappen van een dergelijk systeem? Omwille van de duidelijkheid gaan we er hier van uit dat een absoluut risicovrije beleggingsmix beschikbaar is. In de praktijk kan risico nooit helemaal worden uitgebannen. De complicaties die daaruit voortvloeien, laten we hier echter buiten beschouwing. Een regel voor het beleggingsbeleid moet zo in elkaar steken dat de overschotreserve S nooit onder de ondergrens S^{min} uitkomt. Als de overschotreserve in de buurt van die ondergrens komt, moet er dus volledig risicovrij worden belegd. De volgende regel ligt dan voor de hand:

$$A = g (S - S^{min})$$

waarbij A de belegging in aandelen is en g een vaste parameter is. Als $S = S^{min}$ wordt er in het geheel niet meer in aandelen belegd. Zo wordt bereikt dat de overschotreserve nooit onder de ondergrens komt. Er is overigens geen enkel bezwaar tegen dat de parameter g groter is dan één. Op die manier wordt bereikt dat pensioenfondsen vrij snel nadat ze boven de ondergrens S^{min} zijn uitgestegen, toch weer een substantieel deel van hun vermogen risicodragend kunnen beleggen en daardoor kunnen profiteren van het extra rendement. Een tweede onderdeel van het systeem is de premieregel:

$$P = P^* + I - b(S - S^{min})$$

waarbij P het feitelijke premiepercentage is, P^* de basispremie, I de maximale inhaalpremie en b een vaste parameter. Deze regel bereikt dat de premiehoogte maximaal is als de overschotreserve de ondergrens bereikt. Dan wordt deelnemers de maximale inhaalpremie I boven de basispremie P^* gevraagd. Zodra de overschotreserve boven die ondergrens uitkomt, neemt de premiehoogte af. In extreme gevallen zou de premie zelfs tijdelijk negatief kunnen uitkomen, als de overschotreserve door een aantal zeer gunstige jaren op de beurs zeer ver boven de

ondergrens uitkomt, maar dit zal zich alleen in zeer uitzonderlijke situaties voordoen. De basispremie hangt in deze benadering samen met de optimale spreiding van consumptie over de levenscyclus conform het standaardmodel van pensioenbesparingen.

Kenmerkend voor de regel is zijn lineariteit en geleidelijkheid, d.w.z. het ontbreken van 'knikken'. De dekkingsgraad zal ieder jaar een beetje fluctueren, en dat leidt steeds tot kleine aanpassingen in de premiestelling. Deze geleidelijkheid heeft als voordeel boven het krampachtig vasthouden aan een vaste premie dat deelnemers niet plotseling met grote schokken hoeven te worden geconfronteerd, wanneer de vaste premie onhoudbaar blijkt. Kleine aanpassingen in goede tijden voorkomen grote schokken in slechte tijden.

Het laatste onderdeel van het systeem is de pensioenuitkeringsregel. Indachtig onze eerdere discussie over de doorsneepremie, waarbij het standaardmodel leidde tot een symmetrische de behandeling van werkenden en gepensioneerden, ligt de volgende regel voor de hand:

$$U = [1 + b(S - S^{min})] U^*$$

waarbij U de pensioenuitkering als percentage van het gemiddelde loon voorstelt en waarbij U^* het minimale uitkeringspercentage voorstelt. Deze regel bewerkstelligt dat een schok in de dekkingsgraad voor werkenden en gepensioneerden precies hetzelfde relatieve effect heeft op hun beschikbaar inkomen en bovendien dat een minimumgarantie voor een pensioenuitkering wordt verstrekt.

Het aardige van deze drie regels is dat relatief eenvoudig kan worden uitgerekend hoe de overschotreserve zich in de loop der tijd gedraagt. In technische termen: de overschotreserve volgt op langere termijn een Gammaverdeling, waarbij de overschotreserve nooit beneden zijn ondergrens S^{min} uitkomt. Het aardige van deze resultaten is dat er simpele formules bestaan voor het gemiddelde en de standaarddeviatie (= ong. de gemiddelde afwijking van het gemiddelde) van $S - S^{min}$, het surplus van de feitelijke overschotreserve boven de ondergrens:

$$\begin{aligned} \text{Gemiddelde:} & \quad \{ g \pi + \rho - b(1-P^*)Q \} / \{ [\rho - b(1-P^*)Q]S^{min} + I Q \} \\ \text{Std.deviantie:} & \quad \sqrt{2} \sigma \sqrt{ \{ g \pi + \rho - b(1-P^*)Q \} / \{ [\rho - b(1-P^*)Q]S^{min} + I Q \} } \end{aligned}$$

waarbij σ de volatiliteit van aandelen is, π de risicopremie, de reële rentevoet en Q de ratio van premie-inkomen tot het vermogen van pensioenfondsen. Zowel het gemiddelde surplus als de standaarddeviatie neemt toe met het aandeel van het surplus dat in aandelen wordt belegd g en de risicopremie π ; beide nemen af met de mate waarin inhaalpremies zijn toegestaan I ; de standaarddeviatie neemt verder toe met de volatiliteit van aandelen σ ; het effect van de parameter voor de gevoeligheid van het premieniveau de overschotreserve op premieniveau en pensioenuitkeringen b is niet eenduidig.

Deze regels zijn direct gerelateerd aan de voorafgaande analyse van het standaardmodel voor optimale pensioenbesparingen en de meerwaarde van

risicodeling tussen generaties. Dat een dergelijk hybride stelsel gunstige uitkomsten kan hebben voor de sociale welvaart lijkt te worden bevestigd door de kwantitatieve analyse van min of meer vergelijkbare stelsels in de studie van Bovenberg e.a. (2007). De regels sluiten in één opzicht aan bij het huidige stelsel, omdat, anders dan in een systeem van generatierekeningen zoals voorgesteld door Teulings en De Vries (2006), hier een voor alle generaties gelijke doorsneepremie wordt gehanteerd. Deze regels wijken in twee opzichten af van het huidige stelsel. Ten eerste wordt het principe van de doorsneepremie hier doorgetrokken naar de aanpassing van pensioenen: werkenden en gepensioneerden worden bij een schok precies gelijk behandeld. Ten tweede is de aanpassing van de premies en pensioenen hier veel gelijkmatiger dan in het huidige systeem. Er zijn twee kritische factoren in dit systeem: de ondergrens S^{min} en de standaarddeviatie van de dekkingsgraad. De ondergrens aan de overschotreserve moet er voor zorgen dat de continuïteit van het systeem niet in gevaar komt. Het moet voor jonge generaties altijd aantrekkelijk blijven om tot het systeem toe te treden. De standaarddeviatie van het surplus is om een heel andere regel van belang. Regels die leiden tot een te grote standaarddeviatie zijn minder geloofwaardig. Bij een te hoge overschotreserve zullen deelnemers een greep in de kas willen doen, ofwel door lagere premies te eisen, ofwel door de pensioenregeling verder te verfraaien. De jaren negentig hebben dat duidelijk laten zien. Goede regels beschermen niet alleen tegen tegenspoed, maar zijn ook tegen overdaad bestand. Hoe completer de regels in dat opzicht zijn, des te groter hun geloofwaardigheid. Als niet wordt beschreven wat er moet gebeuren in goede tijden, zullen de regels ooit weer met voeten worden getreden. Eenduidige regels zijn de beste garantie tegen een generatieconflict tussen verschillende groepen deelnemers binnen het pensioenfonds.

Vanuit deze analyse volgt ook de rol van de wetgever en de toezichthouder. De wetgever moet beredeneerde normen stellen voor de ondergrens S^{min} om op die manier de continuïteit van het pensioenfonds te garanderen. De toezichthouder moet nagaan of de ondergrens S^{min} , de inhaalpremie I , en de parameters g en b op een consistente wijze door het pensioenfonds zijn vastgesteld. De toezichthouder moet vervolgens bewaken of de regels consistent worden toegepast, zodat iedere generatie krijgt waar zij recht op heeft en er geen overmatig risico wordt gelopen.

Al deze inzichten zijn nieuw, en daarmee nog onvolledig. Zo moet nog worden geanalyseerd hoe hoog de ondergrens S^{min} moet zijn, en hoe die samenhangt met bijvoorbeeld de maximaal toegestane inhaalpremie I . Bovendien is niet bekend hoe deze inzichten worden beïnvloed door allerlei complicaties die in het standaardmodel buiten beschouwing blijven, maar die in de werkelijkheid wel relevant zijn, zoals meer gecompliceerde voorkeuren van deelnemers, variaties in de rentevoet en de risicopremie, en incomplete financiële markten, zie Bovenberg e.a. (2007) voor een overzicht hiervan. Het geeft ons inziens echter een goed startpunt om na te denken over een verdere verbetering van het Nederlandse pensioensysteem.

Literatuur

- Bodie, Zvi, Robert C. Merton and William F. Samuelson (1992), "Labour Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life-Cycle Model," *Journal of Economic Dynamics and Control*, 16, 427-449
- Bonenkamp, J. (2007), Insurance and transfers in Dutch occupational pensions, CPB Discussion Paper (te verschijnen)
- Bovenberg, A.L., R. Koijen, T. Nijman en C. Teulings (2006), "Saving and investing over the life cycle and the role of the collective Pension Funds," Netspar Panel Paper, Tilburg.
- Collier, C (2006) , "Intergenerational risk sharing and risk taking in a pension fund," working paper, University of Toulouse
- Ewijk, C. van en C. Teulings (2007), "The feasibility of intergenerational solidarity in pension funds," (work in progress)
- Ewijk, C. van en M. van de Ven (2002), "Pensioenvermogen vanuit macro-economisch perspectief", *Preadvies van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde 2002*, KVS, Amsterdam.
- Ewijk, C. van en M. van de Ven (2004), "Zekerheid in het geding. Analyse van het financieel toetsingskader voor pensioenfondsen", CPB Document 47
- Merton, R.C. (1969), "Lifetime Portfolio selection under uncertainty: The continuous-time case," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 51, pp. 247-257
- Samuelson, P.A. (1969), "Lifetime Portfolio selection by dynamic stochastic programming," *Review of Economics and Statistics*, Vol 51, pp. 239-246
- Teulings, C. en C. de Vries (2006), "Generational accounting, Solidarity, and Pension Losses," *De Economist*, Vol. 146, pp. 63-83