

Tijdschrift voor Openbare Financiën

NUMMER 3

Themanummer pensioenen

De toekomst van de Nederlandse pensioenen

J.H.M. Donders

Nieuwe pensioencontracten

A.L. Bovenberg

Risicodeling binnen pensioenfondsen

K.H.W. Knot en D.W.G.A. Broeders

Pension plan design for the future: heeft het pensioenstelsel de toekomst?

A.G. Oerlemans en E.H.M. Ponds

Wim Drees Stichting voor Openbare Financiën

Sdu UITGEVERS

37^e JAARGANG

2005

Tijdschrift voor Openbare Financiën

Wim Drees Stichting voor Openbare Financiën

De Wim Drees Stichting voor Openbare Financiën is ontstaan uit een fusie tussen de Stichting IOO en de Nederlandse Vereniging voor Openbare Financiën.

De stichting is vernoemd naar prof. dr. Wim Drees (1922-1998), die werkzaam was in de theorie en de praktijk van de openbare financiën. Hij was onder andere waarnemend directeur van het Centraal Planbureau, buitengewoon hoogleraar Openbare Financiën aan de Erasmus Universiteit Rotterdam, Thesaurier-Generaal bij het Ministerie van Financiën, minister van Verkeer en Waterstaat en lid van de Algemene Rekenkamer.

De Dreesstichting is een particuliere en onafhankelijke non-profit instelling. Met de bevordering van onderzoek, het uitgeven van het *Tijdschrift voor Openbare Financiën* en de organisatie van symposia streeft de Dreesstichting ernaar het inzicht in de financiële, bestuurlijke en sociaal-economische aspecten van het overheidsbeleid te vergroten en de belangstelling daarvoor te stimuleren. Het *Tijdschrift voor Openbare Financiën* is bestemd voor eenieder die geïnteresseerd is in de economie van de publieke sector en de financiële aspecten van het openbaar bestuur.

Bestuur van de Dreesstichting

Prof. dr. C.A. de Kam (voorzitter), drs. A.P. Ros (secretaris-penningmeester), prof. dr. A.F.P. Bakker, drs. P.J.C.M. van den Berg, drs. W.J. Deetman, drs. C.C.H.J. Driessen, prof. dr. K.P. Goudswaard, prof. dr. J.G.A. van Mierlo, prof. dr. N.P. Mol, drs. C. Oudshoorn, drs. M.A. Ruys, prof. dr. H.A.A. Verbon, prof. dr. J.A. Vijlbrief, prof. dr. F.A.A.M. van Winden en dr. D.J. Kraan (directeur).

Redactieraad

Prof. dr. A.F.P. Bakker, prof. dr. P.T. de Beer, prof. dr. A.L. Bovenberg, prof. dr. F.A.G. den Butter, drs. J.A. van Dijken, drs. R. Goudriaan, prof. dr. Ph.R. de Jong, prof. dr. J.G.A. van Mierlo, prof. dr. N.P. Mol, prof. dr. C.W.A.M. van Paridon, prof. dr. C.G.M. Sterks en prof. dr. J.A. Vijlbrief.

Kernredactie

Drs. P.J.C.M. van den Berg, prof. dr. K.P. Goudswaard, prof. dr. C.A. de Kam, drs. H.M. van de Kar en drs. A.P. Ros.

Eindredactie

Drs. A.P. Ros

Bureauredactie

W.G.M. Heijsteeg

Redactieadres

Dreesstichting
Postbus 95328
2509 CH Den Haag
tel. 06 - 24256297
e-mail ros@few.eur.nl

Uitgever

Sdu Uitgevers bv, Den Haag, mevr. drs. T.L. Remmelts

Vormgeving

Villa Y, Den Haag

Zetwerk en opmaak

www.az-gsb.nl, Den Haag

Druk

Giethoorn Ten Brink, Meppel

Abonnementen

Jaarabonnement voor instellingen: € 102,-
(incl. BTW en verzendkosten)
Jaarabonnement voor particulieren: € 71,-
(incl. BTW en verzendkosten)
Losse nummers: € 22 (incl. BTW,
excl. verzend- en administratiekosten)
Vrienden en donateurs van de Wim
Dreesstichting betalen een speciale prijs.

Sdu Klantenservice

Postbus 20014
2500 EA Den Haag
Tel. (070) 378 98 80, fax (070) 378 97 83,
e-mail sdu@sdu.nl

Adreswijzigingen kunt u doorgeven aan
Sdu Klantenservice

Wij verwerken uw gegevens voor de uitvoering van de (abonnementsovereenkomst en om u van informatie te voorzien over Sdu Uitgevers bv en zorgvuldig geselecteerde andere bedrijven. Als u geen prijs stelt op deze informatie, kunt u dit schriftelijk melden bij Sdu Klantenservice, Postbus 20014, 2500 EA Den Haag. Voor informatie over onze leveringsvoorwaarden kunt u terecht op www.sdu.nl. Abonnementen gelden voor minimaal één jaar.

Tijdschrift voor Openbare Financiën verschijnt zes keer per jaar.

Citeervoorbeeld:

Wilms, P.J.M. (2003), De organisatie van de
rijksdienst: feiten en cijfers,
Tijdschrift voor Openbare Financiën,
36(1), 6-14

© 2005 Sdu Uitgevers bv
ISSN 1570-9361

Nederlands
uitgeversverbond
Groep uitgevers voor
vak en wetenschap

De toekomst van de Nederlandse pensioenen	111
<i>J.H.M. Donders</i>	
Nieuwe pensioencontracten	118
<i>A.L. Bovenberg</i>	
Risicodeling binnen pensioenfondsen	129
<i>K.H.W. Knot en D.W.G.A. Broeders</i>	
Pension plan design for the future: heeft het pensioenstelsel de toekomst?	143
<i>A.G. Oerlemans en E.H.M. Ponds</i>	
Verschenen	152

Conferenties

In deze rubriek komen verslagen, toespraken of papers van conferenties aan bod.

De toekomst van de Nederlandse pensioenen

J.H.M. Donders*

1 Inleiding

De pensioenen staan in het brandpunt van de belangstelling. De pensioenfondsen zijn in de problemen gekomen door de sterke koersdaling van aandelen in 2000 en vooral 2001 en 2002 en door de lage rentestand. De fondsen proberen hun reservepositie te verbeteren door premieverhoging, versoering van de pensioenregelingen en aanpassing van het indexatiebeleid. Deze maatregelen hebben tot een discussie geleid over de vraag op welke wijze de fondsen de risico's van de pensioenregeling het best kunnen spreiden over de deelnemers. In het debat over de pensioenen staat daarnaast de vraag centraal welke gevolgen een aantal maatschappelijke trends, zoals de vergrijzing en de toenemende heterogeniteit van de samenleving, voor de pensioenen zouden moeten hebben.

De Rijksacademie voor Financiën en Economie (RAFE) organiseerde op 11 mei 2005 een conferentie over de pensioenproblematiek. Vier deskundigen spraken op deze conferentie en gingen met elkaar en met het publiek in debat. Dit themanummer van het Tijdschrift voor Openbare Financiën bevat bijdragen van twee van hen. Lans Bovenberg (Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement; Netspar), stelt de vraag aan de orde welke verdeling van de risico's van de pensioenregeling over de deelnemers de voorkeur verdient. Klaas Knot en Dirk Broeders (De Nederlandsche Bank) schenken in hun bijdrage vooral aandacht aan de rol van het toezicht op de pensioenfondsen. De pensioenproblematiek kwam ook aan de orde op de conferentie *Pension Plan Design for the Future*, die ABP en PGGM op 25 en 26 april 2005 organiseerden. Alwin Oerlemans (NIBC Capital Financial Markets) en Eduard Ponds (ABP) doen in hun bijdrage aan dit themanummer verslag van deze conferentie. Deze bijeenkomst was gewijd aan de vraag of en zo ja in hoeverre de vormgeving van het pensioenstelsel moet worden gewijzigd naar aanleiding van diverse maatschappelijke ontwikkelingen. Men discussieerde onder andere over de vraag of het aanbeveling verdient om minder collectief te regelen en meer ruimte te bieden voor individuele pensioenregelingen.

De opbouw van deze bijdrage is als volgt. Paragraaf 2 schetst de recente ontwikkelingen ten aanzien van de aanvullende pensioenen en de consequenties die de vergrijzing van de bevolking voor deze pensioenen heeft. Paragraaf 3 geeft een korte samenvatting van de discussie op de RAFE-conferentie.

* De auteur is onder andere werkzaam als programmamanager economie op de Rijksacademie voor Financiën en Economie.
E-mail: j.h.m.donders@minfin.nl.

2 Recente ontwikkelingen

Het Nederlandse pensioenstelsel

Ons land heeft een uitstekend stelsel van pensioenen voor mensen van 65 jaar en ouder. Burgers hebben – indien zij hier voor de AOW verzekerd waren – vanaf deze leeftijd recht op een AOW-uitkering. De hoogte van de uitkering is onafhankelijk van het eerder genoten inkomen en is gekoppeld aan het netto minimumloon. De meeste werknemers bouwen tevens verplicht een aanvullend pensioen op via een pensioenregeling die onderdeel is van de arbeidsvoorwaarden. De aanvullende pensioenen worden, anders dan het basispensioen, via kapitaaldekking gefinancierd. Dit betekent dat met de betaalde premies vermogens worden gevormd waaruit te zijner tijd de pensioenen worden betaald. Werknemers met veertig dienstjaren realiseren op dit moment vaak een netto pensioen dat – inclusief de AOW-uitkering – 85 procent of meer bedaat van het laatstverdiende netto inkomen.¹

Fondsen in de problemen

De pensioenfondsen hebben in de afgelopen jaren een sterke verslechtering van hun reservepositie gerealiseerd. Zij hebben veel geld verloren door de sluipende beurskrach waarvan vanaf de tweede helft van 2000 sprake was. De reservepositie van veel fondsen was toch al behoorlijk verslechterd door de sterke loonstijgingen aan het einde van de vorige eeuw, omdat deze gepaard gingen met een sterke toeneming van de verplichtingen en met hoge kosten van pensioenindexering. Daar komt nog bij dat de rente al geruime tijd bijzonder laag is. De lage rente heeft – uitgaande van het nieuwe financiële toetsingskader – grote gevolgen voor de pensioenfondsen. De fondsen moeten namelijk uiterlijk vanaf 1 januari 2006 de netto contante waarde van hun verplichtingen bepalen op basis van de actuele rente. Zij mogen dus niet langer een rekenrente hanteren van 4 procent. Bij de nieuwe systematiek is de netto contante waarde van de verplichtingen van de fondsen groter naarmate de marktrente lager is. De fondsen moeten bij een lagere rente dus meer vermogen in huis hebben.

De pensioenfondsen proberen hun sterk aangetaste vermogenspositie op verschillende manieren te verbeteren. Veel fondsen hebben in de eerste plaats de premie verhoogd om de geslonken vermogens weer te laten groeien. Een groot aantal pensioenfondsen kon daarmee niet volstaan, omdat zonder nadere maatregelen de premies veel te sterk omhoog zouden moeten om de noodzakelijke verbetering van de dekkingsgraad in het gewenste tempo te bereiken. Deze fondsen hebben daarom tevens de indexering van de pensioenen beperkt en/of de pensioenregeling versoberd.

Aanpassing van het indexatiebeleid

Veel fondsen hebben het indexatiebeleid aangepast. Een fonds dat onvoorwaardelijk toezegt dat de pensioenen zullen worden geïndexeerd, moet namelijk over een groter vermogen beschikken dan een fonds dat uitsluitend harde nominale toezeggingen doet of slechts aangeeft dat er naar indexering van de pensioenen zal worden gestreefd. Voor voorwaardelijke indexatietoezeggingen hoeven de fondsen geen reserve aan te houden. Het voorwaardelijke karakter van de indexering moet dan wel duidelijk aan de verzekerden worden meegedeeld. Een groot aantal fondsen heeft besloten om de verzekerden erop te wijzen dat de indexering van de pensioenen een voorwaardelijk karakter heeft. Deze fondsen kunnen dus korten op de indexering van de pensioenen, indien de vermogenspositie tekortschiet.

¹ Westerhout et al. (2004).

Het middelloonstelsel

Veel fondsen zijn in de afgelopen jaren overgestapt van het eindloonstelsel op een middelloonstelsel, waarbij het bruto pensioen wordt gerelateerd aan het gemiddelde loon over de hele carrière. Men wilde met deze overstap een eind maken aan het voordeel dat het eindloonstelsel biedt voor werknemers die vooral in de tweede helft van hun carrière hun loon sterk zien stijgen. Bij het eindloonstelsel wordt de pensioenopbouw over alle dienstjaren namelijk alleen op het laatstverdiende loon gebaseerd, terwijl de premieafdracht plaatsvindt op basis van het feitelijke loon gedurende de carrière. Bij de introductie van het middelloonstelsel zijn de gevolgen voor werknemers met een 'normaal' carrièrepatroon veelal beperkt via aanvullende maatregelen (lagere franchise, hoger opbouwpercentage).

Een belangrijk gevolg van de overstap op het middelloonstelsel is dat het korten op de indexering niet alleen resulteert in lagere pensioenen van de gepensioneerden, maar ook in geringere opgebouwde aanspraken van de actieve verzekerden. Pensioenfondsen die zijn overgestapt op een middelloonstelsel, kunnen via het korten op de indexering daarom veel meer op de pensioenen besparen.

Gevolgen van de vergrijzing

De pensioenfondsen krijgen in de nabije toekomst met de gevolgen van de vergrijzing te maken. De vergrijzing kan de fondsen nopen om de premies te verhogen. Een hogere premie is om te beginnen nodig indien de toeneming van de levensverwachting niet volledig is voorzien. Ook de stijging van de gemiddelde leeftijd van de werkenden kan een premieverhoging nodig maken, omdat de ingelegde premies hierdoor gemiddeld korter kunnen worden belegd alvorens het pensioen van de verzekerde ingaat. Dit hangt samen met de premiesystematiek van de pensioenfondsen. Jonge werknemers bouwen met de door hen betaalde premies niet meer rechten op dan oudere werknemers, hoewel de premies van jonge werknemers gedurende een langere periode kunnen worden belegd.

De vergrijzing heeft nog een andere belangrijke consequentie voor de aanvullende pensioenen. De opbrengst van een premieverhoging is immers minder hoog zodra er – als gevolg van de vergrijzing – minder werkenden zijn die premies betalen. Stel bijvoorbeeld dat de pensioenfondsen omstreeks 2040 een vergelijkbaar vermogensverlies realiseren als in de eerste jaren van deze eeuw. Indien zij de hierdoor aangetaste dekkinggraad op dat moment volledig willen herstellen via een hogere premiedruk, dan is daarvoor een substantieel grotere premieverhoging vereist dan nu.

Een herverdeling van de risico's van de pensioenregeling

In het geval van het middelloonstelsel leidt het korten op de indexering niet alleen tot lagere pensioenen van de gepensioneerden, maar ook tot aantasting van de opgebouwde aanspraken van de actieve verzekerden. Onvolledige indexering levert actieve verzekerden bovendien een groter nadeel op naarmate er meer rechten zijn opgebouwd. Een en ander betekent dat de overgang op een middelloonstelsel een andere verdeling mogelijk maakt van de risico's van de pensioenregelingen over jonge werkenden, oudere werkenden en gepensioneerden. Als herstel van de dekkinggraad van een pensioenfonds via premieverhoging wordt bereikt, komt de rekening volledig terecht bij de actieve verzekerden. Jonge werknemers worden in dit geval bij de gehanteerde premiesystematiek bovendien meer benadeeld dan oudere. Indien herstel van de dekkinggraad van een pensioenfonds met een middelloonstelsel mede via het korten op de indexering geschiedt, worden daardoor niet alleen de gepensioneerden getroffen maar ook de actieve verzekerden. Jonge werknemers worden bij een middelloonstelsel door onvolledige indexering bovendien minder getroffen dan oudere werknemers, omdat de eerstgenoemde groep over minder opgebouwde rechten beschikt dan de tweede.

Regelingen voor vervroegd uittreden

De discussie over de pensioenregelingen gaat onder andere over de toekomst van de regelingen die vervroegde uittreding – vóór het bereiken van de leeftijd van 65 jaar – mogelijk maken. Het kabinet acht een toeneming van de arbeidsparticipatie van ouderen gewenst, omdat anders de structurele economische groei te sterk zal afnemen onder invloed van de vergrijzing van de potentiële beroepsbevolking, waarmee het lastiger zou worden om onze ambities ten aanzien van de koopkracht en de kwaliteit van de collectieve voorzieningen te realiseren.² Om de arbeidsdeelname van ouderen te stimuleren is besloten dat er vanaf 2006 een eind komt aan de fiscale faciliteit voor VUT en prepensioen. De fiscale faciliteit blijft wel gelden voor een ouderdomspensioen van maximaal 100 procent van het laatstgenoten pensioengevende loon dat niet eerder ingaat dan de leeftijd van 65 jaar. Werknemers mogen een deel van de opgebouwde rechten op ouderdomspensioen reeds vóór het bereiken van deze leeftijd aanspreken, op voorwaarde dat het ouderdomspensioen in dat geval actuarieel zuiver wordt herrekend. Dit biedt de sociale partners de mogelijkheid om het prepensioen geheel of gedeeltelijk te verslepen naar het ouderdomspensioen. Of en zo ja in hoeverre dit gaat gebeuren is een belangrijk onderwerp van gesprek in de lopende onderhandelingen over de arbeidsvoorwaarden.

3 De RAFE-conferentie

De conferentie werd voorgezeten door Bernard ter Haar, directeur Financiële Markten van het Ministerie van Financiën. Hij constateerde in zijn openingswoord dat de meeste pensioenregelingen op dit moment hun deelnemers nog slechts een nominaal pensioen op basis van het middelloonstelsel garanderen. Hij was benieuwd of de inleiders vinden dat hiermee kan worden volstaan. Of zou de ambitie van een pensioenregeling verder moeten gaan? Deze vraag werd door geen enkele inleider overigens expliciet beantwoord. Wel benadrukte elk van de vier sprekers de grote risico's die een pensioenregeling kenmerken, wat erop zou kunnen wijzen dat zij harde toezeggingen in reële termen als een illusie beschouwen.

Beperking van de volatiliteit van de pensioenpremies

De pensioenpremies zijn in de afgelopen jaren sterk gestegen. Bovenberg wees erop dat deze premieverhoging plaatsvond in jaren waarin ons land juist behoefte had aan matiging van de arbeidskosten. Een verhoging van de pensioenpremies resulteert in hogere arbeidskosten en zorgt er daarmee voor dat de economie slechter gaat presteren, terwijl de prestaties van de economie vanaf 2001 toch al slecht zijn. In de tweede helft van de jaren negentig van de vorige eeuw, toen de economie uitstekend presteerde, stelden veel pensioenfondsen vanwege de hoge beleggingsrendementen juist bijzonder lage pensioenpremies vast. Deze lage premies drukten indertijd de arbeidskosten en droegen daarmee bij aan de uitbundige hoogconjunctuur. Het is volgens Bovenberg dan ook wenselijk om de volatiliteit van de pensioenpremies in de toekomst te verminderen. Het opvangen van tegenvallers via een hogere premie wordt bovendien lastiger omdat ondernemingen, onder andere vanwege nieuwe boekhoudregels, afwillen van het risico van hoge inhaalpremies. Gerard Verheij, pensioendeskundige van VNO-NCW, onderstreepte deze stelling tijdens zijn bijdrage aan de conferentie. De werkgevers zijn bereid om een kostendekkende premie op tafel te leggen, maar niet om bij onvoorziene tegenvallers de portemonnee te trekken.

² Tweede Kamer (2004-2005).

Meer risico voor jongeren?

Als mee- en tegenvallers van de pensioenfondsen minder doorwerken in de pensioenpremie, krijgen deze grotere consequenties voor de opgebouwde rechten van werknemers en/of voor de ingegane pensioenen. Bovenberg was van mening dat jongere werknemers een groter risico kunnen lopen dan oudere werknemers en gepensioneerden, omdat jongeren over relatief veel menselijk kapitaal beschikken. Jonge werknemers kunnen bij een tegenvallende ontwikkeling van hun pensioenaanspraken nog gedurende een relatief groot aantal jaren trachten om deze aanspraken op het gewenste niveau te brengen. Als jongeren een relatief groot deel van het risico van de pensioenregeling gaan dragen, dan moet daar voor hen volgens Bovenberg echter wel iets tegenover staan. Hij bepleitte in dit verband een eind te maken aan de systematiek van doorsneepremies, aangezien deze bijzonder nadelig is voor jonge werknemers. Het nadeel van deze systematiek voor jongeren is door de overstap van het eindloonstelsel op het middelloonstelsel nog groter geworden. De pensioenaanspraken, die jongeren met de door hen betaalde premies opbouwen, nemen bij het eindloonstelsel immers toe met iedere loonstijging die tijdens de carrière wordt gerealiseerd. Dit is bij het middelloonstelsel niet langer het geval.

Het pleidooi van de Netspar-directeur leidde tot veel vragen en discussie. Zo vroeg iemand zich af of het bepleite systeem niet veel te ingewikkeld is. Een andere vragensteller wilde weten hoe een jonge werknemer, die in een bepaald jaar zijn opgebouwde pensioenaanspraken ziet dalen, de opgelopen achterstand bij de pensioenopbouw in de toekomst weer kan inhalen. Iemand anders wilde weten of het bij een wijziging van de pensioenregeling wel billijk is om de oudere werknemers te ontzien. Als de huidige pensioenregelingen onhoudbaar zijn, krijgen de leden van de babyboomgeneratie een blijvend voordeel indien hun opgebouwde rechten worden gegarandeerd. Ook werd de vraag gesteld of de onzekerheid waartoe het bepleite systeem leidt, de verzekerden niet zal stimuleren om veel meer te sparen, om zeker te zijn van voldoende koopkracht op de oude dag.

Bovenberg wees er nogmaals op dat jongeren relatief goed in staat zijn om risico te lopen. Ouderen, vooral gepensioneerden, kunnen dat in veel mindere mate. De pensioenrechten van mensen van 50 tot 65 jaar kunnen volgens hem echter niet volledig worden gegarandeerd. Hij beklemtoonde dat jongeren ook bij de huidige opzet van de regelingen een groot deel van de risico's dragen. Inhaalpremies benadelen jongere werknemers bij de huidige premiesystematiek immers meer dan oudere werknemers. Als jongeren in slechte jaren een deel van hun opgebouwde pensioenaanspraken kunnen verliezen, dan moeten zij volgens Bovenberg in goede jaren extra pensioenaanspraken kunnen opbouwen. Tegenvallers bij de pensioenopbouw in bepaalde jaren kunnen dus geheel of gedeeltelijk worden gecompenseerd door meevallers bij de pensioenopbouw in latere jaren. Op de vraag over het effect van het bepleite systeem op de besparingen reageerde hij met de stelling dat het nu eenmaal onmogelijk is om alle risico's weg te nemen. De risico's van de pensioenregelingen zullen er altijd blijven. Deze risico's kunnen hooguit op een andere wijze over de deelnemers worden verdeeld.

Oudere werknemers bouwen bij de huidige premiesystematiek in ruil voor de door hen betaalde premies relatief hoge pensioenaanspraken op. Er werd op gewezen dat een vaak gehoord argument voor deze systematiek is dat deze oudere werknemers stimuleert om te blijven werken. Doorsneepremies passen dus goed bij het beleid dat is gericht op een grotere arbeidsdeelname van oudere werknemers. Een andere vragensteller wees erop dat het voorstel van Bovenberg de noodzaak van overgangsregelingen met zich brengt. Mensen die op dit moment bijvoorbeeld 50 jaar zijn, hebben in hun jonge jaren met de betaalde premies immers relatief weinig rechten opgebouwd. Indien voor

deze werknemers bij wijziging van de premiesystematiek geen overgangsregeling wordt afgesproken, kan dit voor hen een groot nadeel betekenen.

Beperking van de kosten van pensioenregelingen

Terwijl het voorstel van Bovenberg voor levendige discussie zorgde, was er veel minder debat over de wenselijkheid van het beperken van de kosten van de pensioenregelingen. Verheij wees erop dat de kosten van de huidige pensioenregelingen circa 20 procent van de loonsom bedragen. Slechts een derde deel van deze kosten heeft bij een traditionele regeling betrekking op het ouderdomspensioen. Het vroegpensioen en het nabestaandenpensioen zijn namelijk beide ongeveer net zo kostbaar voor de pensioenfondsen als het ouderdomspensioen. De pensioenfondsen die, zoals het ABP, ervoor kiezen om het nabestaandenpensioen te versoberen, kunnen daarmee de kosten van de pensioenregeling dus in belangrijke mate verlagen. Hetzelfde geldt voor de fondsen die ervan afzien om een groot deel van de huidige VUT- en prepensioenregelingen te verslepen naar de regeling voor het ouderdomspensioen. Verheij liet er geen misverstand over bestaan dat de werkgevers ernaar streven om een volledig verslepen van de huidige regelingen voor vroegpensioen te voorkomen. De vrijvalende gelden door de afschaffing van VUT en prepensioen mogen wat de werkgevers betreft slechts voor een deel worden gebruikt voor het bedoelde verslepen. Een deel van deze gelden moet worden aangewend voor verlaging van de kosten van de pensioenregeling en een ander deel kan worden bestemd voor de levensloopregeling of voor een hoger loon voor mensen die niet aan de levensloopregeling meedoen.

Collectief karakter van pensioenregelingen

De werkgevers staan wel onverminderd achter het collectieve karakter van de Nederlandse pensioenregelingen. Bij individuele regelingen is het risico namelijk groot dat mensen onvoldoende sparen voor hun oude dag, zoals ook Oerlemans en Ponds elders in dit nummer aangeven. De Nederlandse pensioenfondsen blijken hun taak bovendien tegen relatief lage kosten te vervullen. Ook de andere sprekers op de conferentie onderstreepten de wenselijkheid van collectieve regelingen. De discussie bleef beperkt tot de vraag in hoeverre er meer ruimte moet komen om de pensioenverzekering af te stemmen op de wensen van de individuele verzekerde. Zo stelde iemand de vraag of er wat tegen zou zijn om mensen te laten kiezen voor een ouderdomspensioen waarvan de hoogte gedurende de eerste jaren na de pensionering hoger is dan in latere jaren. Verheij constateerde dat hier geen bezwaar tegen hoeft te bestaan, behalve dat deze keuzevrijheid ertoe kan leiden dat ouderen een groter beroep op de overheid gaan doen.

Het traditionele nabestaandenpensioen beschouwden de meeste aanwezigen als niet meer van deze tijd. Dit nabestaandenpensioen stamt uit de tijd waarin de meeste verzekerden mannelijke kostwinners waren, die hun weduwe na hun overlijden goed verzorgd wilden achterlaten. Mensen zonder partner werden echter gedwongen om aan de nabestaandenpensioenen mee te betalen, ook als zij van plan waren om de vrijgezelle status nooit vaarwel te zeggen. Nu de heterogeniteit van de samenleving belangrijk is toegenomen en het aantal traditionele kostwinners sterk is verminderd, valt een uniforme en royale regeling voor het nabestaandenpensioen nog lastig te verdedigen.

Grotere transparantie geboden

Knot wees in zijn inleiding op de wenselijkheid van transparantie wat betreft de wijze waarop de risico's van de pensioenregeling over de betrokkenen worden verdeeld. Met het oog op de continuïteit van het stelsel is het volgens hem voorts beter om in het onverhoopte geval van een dekkings-

tekort aanspraken en rechten evenredig te korten in plaats van een onbetaalde rekening door te schuiven naar de toekomst. Knot hield zijn toehoorders het beeld voor van de stoelendans die op bruiloften nog wel eens voor meer feestvreugde moet zorgen. Aan het eind van elke ronde van de stoelendans blijft één van de deelnemers bij gebrek aan voldoende stoelen beteuterd aan de kant staan. Er moet volgens Knot naar worden gestreefd dat de kans dat de risico's van een pensioenregeling op een onverwachte wijze bij bepaalde deelnemers terechtkomen zo klein mogelijk is.

De aanwezigen onderschreven het belang van transparantie met betrekking tot de pensioenregeling. Transparantie is onder andere geboden ten aanzien van de wijze waarop de risico's van de regeling over de deelnemers zijn verdeeld. Men constateerde wel dat verzekerden doorgaans niet bijzonder geïnteresseerd zijn in informatie over de pensioenregeling. Brieven van hun pensioenfonds worden door verzekerden na ontvangst vaak ongelezen op een stapel gelegd. De verklaring zou kunnen zijn dat veel mensen het pensioen zien als iets voor de verre toekomst, waarover men zich op dit moment nog niet druk hoeft te maken. Daarnaast kan het ingewikkelde karakter van de onderhavige materie het enthousiasme temperen om informatie over de pensioenregeling te bestuderen. Dit ontslaat de pensioenfondsen echter niet van de plicht om de verzekerden goed te informeren over alle aspecten van de pensioenregeling.

Pensioen is een arbeidsvoorwaarde

Gerard Riemen, als hoofd van de afdeling Pensioenbeleid werkzaam op het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, verdedigde in zijn bijdrage onder andere de stelling dat pensioen een arbeidsvoorwaarde is. De sociale partners spreken in het decentrale arbeidsvoorwaardenoverleg af hoe de pensioenregeling eruit zal zien. Een dergelijke regeling is niet voor iedereen toegankelijk, maar slechts voor de werknemers voor wie de desbetreffende afspraken over de arbeidsvoorwaarden gelden. Dit betekent dat het onzinnig is om te beweren dat individuele werknemers worden gedwongen om aan een bepaalde pensioenregeling mee te doen. Verheij onderschreef deze stelling volledig. Aangezien vragende ogen en gemompel in de zaal suggereerden dat niet alle aanwezigen dit standpunt deelden, wezen Riemen en Verheij erop dat werknemers door het accepteren van een baan met een hele verzameling arbeidsvoorwaarden te maken krijgen. Tot de arbeidsvoorwaarden behoort behalve een zeker salaris ook een bepaalde pensioenregeling. Niemand spreekt ten aanzien van het salaris van dwang, en er is geen enkele reden om dat met betrekking tot de pensioenregeling wel te doen. Een pensioen is niet een of ander financieel product, maar uitgesteld loon. Een individu kan slechts de beschikking over een pensioen krijgen indien hij of zij een relatie met een werkgever aangaat. Pensioen is met andere woorden al met al een heel bijzonder product.

Literatuur

- Tweede Kamer (2004-2005), *Nota over de toekomst van 's Rijks financiën* (Miljoenennota 2005), 29 800, nr. 1
- Westerhout, E., M. van de Ven, C. van Ewijk, en N. Draper (2004), *Naar een schokbestendig pensioenstelsel. Verkenning van enkele beleidsopties op pensioengebied*, CPB Document 67, Den Haag: Centraal Planbureau

Conferenties

In deze rubriek komen verslagen, toespraken of papers van conferenties aan bod.

Nieuwe pensioencontracten

A.L. Bovenberg*

1 Inleiding

Deze bijdrage onderzoekt optimale pensioencontracten, waarbij pensioencontracten worden gedefinieerd als afspraken over risicodeling tussen de belanghebbenden in een pensioenregeling. Daarbij worden recente ontwikkelingen in pensioencontracten als uitgangspunt genomen. Vandaar dat deze eerst aan de orde komen voordat wordt ingegaan op een verdergaande evolutie van deze contracten.

2 Recente ontwikkelingen in het pensioencontract

Pensioenfondsen lopen steeds meer risico's door zowel hun rijping als de vergrijzing en de daarmee gepaard gaande langere levensverwachting. Deze ontwikkelingen versmallen de premiegrondslag ten opzichte van de pensioenaanspraken. Fluctuaties in de beleggingsopbrengsten, indexeringsverplichtingen en sterfterisico's vereisen daarom steeds grotere aanpassingen in de premie. Het afwentelen van financiële en langlevensrisico's op menselijk kapitaal wordt moeilijker als het aandeel van menselijk kapitaal in de totale vermogensportefeuille van de deelnemers van het pensioenfonds daalt. Met andere woorden: zekerheid wordt duurder. Daarbij komt dat ondernemingen als traditionele sponsors van pensioencontracten minder pensioenrisico's wensen te lopen, mede omdat pensioenverplichtingen omvangrijker worden ten opzichte van de waarde van hun kernactiviteiten. De toenemende kwetsbaarheid van pensioenfondsen voor risico's en de afnemende bereidheid van ondernemingen om pensioenrisico's op te vangen heeft drie ontwikkelingen in pensioencontracten gestimuleerd die hieronder worden besproken: meer expliciete afspraken over risicodeling, minder harde toezeggingen aan actieven, en een minder sterk fluctuerende premie.

Expliciete contracten

Afspraken over risicodeling winnen aan belang nu pensioenfondsen kwetsbaarder worden voor risico's. Vandaar dat pensioenfondsen het pensioencontract met hun deelnemers meer zijn gaan expliciteren. De spelregels voor risicodeling worden vroegtijdig en langdurig vastgelegd in bestendige, zo compleet mogelijke afspraken. Zogenaamde staffels geven aan hoe schokken in de dekkingsgraad zullen worden opgevangen door het aanpassen van de premie en indexering van verkregen rechten. De deelnemers van pensioenfondsen hebben zo beter inzicht in het financiële contract waaraan ze het

* Universiteit van Tilburg en Netspar. De auteur dankt Rob Bakker en Theo Nijman voor nuttig commentaar.

pensioenfondsen kunnen houden. Daar kunnen ze bij de samenstelling van de rest van hun portfolio rekening mee houden. De pensioenregeling is naast het menselijk kapitaal en het eigen huis immers de belangrijkste vermogenscomponent van huishoudens. Het expliciteren van pensioencontracten past bij de professionalisering en verzakelijking van de pensioenwereld. De eigendomsrechten van de verschillende belanghebbenden worden duidelijker gedefinieerd. Grotere transparantie over de aanspraken vergroot het vertrouwen in de bestendigheid van aanspraken en vermindert politieke risico's.

Door vroegtijdig achter de sluier van onwetendheid afspraken te maken over risico's (dat wil zeggen voordat de risico's zich daadwerkelijk hebben gerealiseerd) kan het delen in neerwaartse risico's worden uitgeruild tegen het delen in opwaartse risico's. Dit voorkomt dat generaties zich tekort gedaan voelen. Zo wordt politieke strijd voorkomen als duidelijk wordt hoe de belangen liggen. Bij het maken van vroegtijdige afspraken over risicodeling is minder informatie over hoe die risico's uit zullen vallen dan ook een voordeel in plaats van een nadeel. Men kan dan immers nog een beroep doen op verzekeringssolidariteit waarvan alle partijen beter worden in plaats van herverdelende solidariteit waarbij tenminste één van de partijen er op achteruit gaat.

Complete contracten vereisen wel dat de aard van de risico's van tevoren goed kunnen worden voorzien. Is dat laatste niet het geval dan bestaat er een dilemma van *binding versus flexibiliteit*. Enerzijds wil men zich binden aan vaste regels om van tevoren duidelijkheid te scheppen hoe risico's zullen worden gedeeld en daarmee latere politieke transactiekosten te voorkomen. Anderzijds wenst het bestuur van het pensioenfonds flexibiliteit te behouden om discretionair te kunnen reageren op onvoorziene risico's. Net zoals de politiek haar directe invloed op het monetaire beleid heeft gedelegeerd aan een onafhankelijke centrale bank met een duidelijk mandaat ten behoeve van het vertrouwen in stabiele prijzen, binden pensioenfondsen zich steeds meer aan vaste regels ten behoeve van het vertrouwen in pensioenaanspraken: meer *rules* en minder *discretion* dus.

Bij langjarige pensioencontracten blijft het moeilijk om alle eventualiteiten uitputtend van tevoren te voorzien. Enige flexibiliteit bij het reageren op schokken kan worden gezien als een van de voordelen van pensioenfondsen boven harde financiële contracten die op de financiële markten worden verhandeld. Discretie voor het pensioenfondsbestuur bij het invullen van incomplete pensioencontracten vereist wel dat de deelnemers vertrouwen hebben dat het bestuur hun belangen waarborgt. Dat stelt hoge eisen aan de kwaliteit van de *pension governance*.

Minder harde toezeggingen voor actieven

Een tweede ontwikkeling is dat pensioenfondsen de indexering van de aanspraken ook voor de actieve deelnemers afhankelijk maken van de financiële positie van het fonds. In eindloonsystemen is de indexering van de aanspraken van de actieve deelnemers systeemeigen. De indexatie van de aanspraken van slapers en gepensioneerden hebben daarentegen meestal een voorwaardelijk karakter en zijn mede afhankelijk van de financiële toestand van het fonds. Door over te gaan op voorwaardelijk geïndexeerd middelloon heeft ook de indexering van de aanspraken van actieve deelnemers een voorwaardelijk karakter gekregen. Daardoor beschikken pensioenfondsen over meer sturingsmogelijkheden. De extra veiligheidsklep van de voorwaardelijke indexatie aan actieven stelt pensioenfondsen in staat meer risico's op te vangen.

Het verschuiven van risico's in de aanspraken van gepensioneerden naar risico's in de aanspraken van actieven is consistent met het optimale beleggingsgedrag over de levenscyclus. Actieven kunnen relatief veel beleggen in risicodragende financiële titels omdat ze over menselijk kapitaal (dat wil zeggen de contante waarde van het looninkomen bij de inzet van de volledige verdien capaciteit) beschikken en voor hun consumptie minder afhankelijk zijn van financieel kapitaal. Ouderen, daaren-

tegen, zijn meer afhankelijk van financieel kapitaal. Hun totale vermogen is niet gediversifieerd met menselijk kapitaal. Hun verdien capaciteit hebben ze immers reeds afgeschreven. Doordat actieven onder een middelloonstelsel meer risico's dragen kan het pensioenfonds meer blijven beleggen in risicodragende titels. In feite wordt het menselijk kapitaal van actieve deelnemers meer benut als buffer. De gemiddeld hogere opbrengsten stellen de fondsen in staat om de reële waarde van de uitkeringen aan ouderen beter op peil te houden zonder daarvoor torenhoge premies te hoeven heffen.

Stabieler premies

Een derde ontwikkeling, gerelateerd aan de tweede, is dat pensioenfondsen hun premies minder willen laten fluctueren. In een puur *defined benefit*-systeem met harde (geïndexeerde) toezeggingen aan de deelnemers vertalen de beleggingsrisico's zich in fluctuaties van de premies.¹ In feite lenen de actieven (en de werkgever) middelen van de gepensioneerden (en schrijven ze geïndexeerde obligaties uit aan de deelnemers van het pensioenfonds) en beleggen ze de daarmee verkregen middelen voor eigen risico. Bij tegenvallers worden deze partijen aangeslagen met inhaalpremiën.

Deze vorm van risicodeling waarin risico's worden opgevangen in inhaalpremiën wordt als gevolg van verschillende ontwikkelingen minder aantrekkelijk. In de eerste plaats kunnen bedrijven zich geen grote risico's meer veroorloven nu nieuwe boekhoudregels de risico's van de hierboven geschetste aandelenleaseconstructie (met geleend geld beleggen) transparant maken. Bedrijven willen het risico van de beleggingen dan ook verschuiven naar de deelnemers.

In de tweede plaats stellen de toenemende arbeidsmobiliteit en flexibiliteit van de arbeidsmarkt actieven in staat om de collectieve last van inhaalpremiën, die functioneren als impliciete belastingen, te ontgaan door te gaan werken in andere bedrijfstakken dan wel compensatie in de lonen te eisen. De economische kracht van jongeren stelt dus grenzen aan de politieke macht van ouderen om het prijskaartje van hun pensioenaanspraken door te schuiven naar toekomstige generaties. Zo kunnen werknemers inhaalpremiën afwentelen op niet alleen de werkgever maar ook de overheid (en dus anderen in de samenleving). De looncompensatie en de neiging zich te onttrekken aan de inhaalpremiën door minder te gaan werken heeft immers negatieve macro-economische gevolgen waardoor de belastingbasis wordt uitgehold en collectieve uitgaven stijgen. Sterk fluctuerende collectieve lasten in de vorm van inhaalpremiën kunnen bovendien de macro-economische stabiliteit schaden. Pensioenfondsen dreigen premies en daarmee de loonkosten te verhogen als de werkloosheid oploopt, de concurrentiepositie reeds aanzienlijk is uitgehold, en de koopkracht onder druk staat.

Door buffers aan te houden kunnen aanpassingen in de premies geleidelijker plaatsvinden. Nadeel van buffers is echter dat ze grote offers vragen van de generaties die ze moeten opbouwen. Zijn ze eenmaal opgebouwd dan is het moeilijk ze uit de grijpgrage vingers te houden van de politiek en de deelnemers. Er zijn immers altijd wel goede doelen te vinden voor deze buffers in deze onvolkomen wereld. Het toekennen van eigendomsrechten over deze buffers kan voorkomen dat de buffers worden misbruikt. Maar dan is er in feite geen sprake meer van een collectieve buffer. De arbeidsmobiliteit van toekomstige generaties alsmede de gebrekkige eigendomsrechten van collectieve buffers compliceren omvangrijke overdrachten tussen de huidige en toekomstige generaties door het laten fluctueren van financiële buffers.

¹ Door buffers aan te houden kunnen aanpassingen in de premies geleidelijker plaatsvinden.

De huidige stand van zaken

Nederlandse pensioenregelingen verschuiven door de overgang van eindloon naar (voorwaardelijk geïndexeerd) middelloon risico's van de premies naar de aanspraken van actieven. *Defined benefit*-regelingen gaan daardoor meer op *defined contribution*-regelingen lijken: de reële waarde van de pensioenaanspraken van actieven is namelijk afhankelijk van de financiële resultaten van het fonds terwijl de premies minder fluctueren. Daarnaast zijn door het gebruik van staffels de pensioencontracten explicieter geworden.

De hierboven beschreven drie ontwikkelingen zien we niet alleen in de Nederlandse twee pijlers van het pensioensysteem, maar ook in het buitenland. Zo leggen in navolging van Zweden steeds meer landen expliciet van tevoren vast hoe ze in de eerste pijler² risico's delen binnen het pensioenbudget zonder een beroep te hoeven doen op de algemene middelen. Door de discretionaire beslissingsruimte voor de politiek te beperken worden politieke conflicten voorkomen en verminderen de politieke transactiekosten rondom het delen van risico's. Bovendien kunnen politici zo moeilijker meer beloven dan ze kunnen waarmaken door onbetaalde rekeningen door te schuiven naar toekomstige generaties. Dit versterkt het vertrouwen in pensioenstelsels. In feite trekt de politiek als beheerder van de algemene middelen zich terug als sponsor van de eerste pensioenpijler, net zoals veel werkgevers het risico kwijt willen dat ze nu nog dragen in *defined benefit*-regelingen in de tweede pensioenpijler (vooral in de VS en het VK, maar ook in Nederland).

3. Naar een optimaal pensioencontract

Het pensioencontract zal ook in de toekomst blijven evolueren, mede omdat externe trends telkens weer invloed uitoefenen op het contract. Hieronder beschrijf ik een aantal terreinen waarop het pensioencontract verder zal evolueren. De mate waarin pensioencontracten zich zullen aanpassen zal overigens sterk verschillen per sector (of andere collectiviteit). Voordeel van sectorale afspraken is immers dat maatwerk geleverd kan worden dat recht doet aan de specifieke kenmerken van de sector, zoals de aard en de risico's van het menselijk kapitaal en het werk, de risicohouding van de deelnemers, en de mogelijkheid kosten af te wentelen in de afzetprijzen. Dat geldt des te meer nu pensioenen steeds meer onderdeel worden van het personeels- en loopbaanbeleid binnen ondernemingen. Zo hangt de optimale pensioenleeftijd sterk samen met het onderhoud van menselijk kapitaal, de flexibiliteit van werktijden, arbeidsorganisaties, en beloningsverhoudingen. Ook kunnen andere collectiviteiten dan sectoren (zoals beroepsgroepen) een rol spelen bij het inspelen op de specifieke wensen en kenmerken van individuen.

Transparante aanspraken

De staffels die pensioenfondsen hanteren geven inzicht in de indexatiekwaliteit van de regeling: de mate waarin de pensioenregeling aanspraken daadwerkelijk kan indexeren. Deze indexatiekwaliteit hangt naast de staffel echter ook af van het premie- en beleggingsbeleid. De pensioenfondsen staan voor de uitdaging maatstaven te ontwikkelen voor de indexatiekwaliteit en deze eenduidig te communiceren met alle pensioenbelanghebbenden. Op die manier krijgen deelnemers een beter inzicht in de aard van het financieel product waarover zij beschikken.

- 2 In veel andere landen functioneert het publieke pensioen als de Nederlandse tweede pijler. Zo nemen de aanspraken toe met de ingelegde premies. Naast de eerste pijler waarin pensioenaanspraken afhankelijk zijn van het arbeidsverleden kennen deze landen soms ook nog een aparte basisvoorziening à la onze AOW die gericht is op armoedebestrijding. In andere gevallen is deze voorziening geïntegreerd in de publieke pijler zodat de eerste en tweede pijler in feite zijn geïntegreerd.

Onderlinge waarborgmaatschappijen

Sommige werkgevers zullen zich terugtrekken uit het pensioencontract zodat de risico's komen te liggen bij de deelnemers. Pensioenfondsen krijgen op die manier de vorm van onderlinge waarborgmaatschappijen, zoals dat nu reeds bij vrije beroepen het geval is. Het bipartiete karakter van pensioenfondsen zal onder druk komen te staan, met name in ondernemingen die bloot staan aan internationale concurrentie en pensioenrisico's daarom niet kunnen afwentelen in de afzetprijzen. Als ondernemingen zich terugtrekken als sponsors kunnen ondernemingspensioenfondsen zichzelf wellicht gaan organiseren in bedrijfstakpensioenfondsen waarin de deelnemers (en dan met name jongere deelnemers met veel menselijk kapitaal) in plaats van de kapitaalverschaffers van de betrokken ondernemingen het risico absorberen.

Als maatschappelijke ondernemingen die winsten niet uitdelen aan aandeelhouders verminderen pensioenfondsen de informatieproblemen op de markt voor complexe financiële pensioenproducten. Het nonprofietkarakter van pensioenfondsen geeft de deelnemers het vertrouwen dat pensioenfondsen vooral aan de belangen van de deelnemers in plaats van die van de aandeelhouders zullen denken. Voordeel van het terugtrekken van werkgevers uit de risicodeling in het pensioencontract is dat de belangentegenstellingen binnen het bestuur van het pensioenfonds afnemen. Daarmee nemen ook de politieke risico's verbonden aan verborgen opties af waarbij bepaalde partijen belang kunnen hebben bij meer risicovolle beleggingen. Zowel de lasten als de lusten van het beleggingsbeleid komen door het terugtrekken van werkgevers volledig ten goede aan de eigenaars: de deelnemers. Het restrictie ligt bij de werknemers. De werkgever hoeft dan ook niet meer te sturen in het beleggingsbeleid: de verantwoordelijkheid ligt eenduidig bij de deelnemers. De meer eenduidige eigendomsstructuur kan het vertrouwen in het pensioencontract doen toenemen, zeker als de beheersstructuur van pensioenfondsen verder wordt geprofessionaliseerd. Doordat bedrijven zich terugtrekken uit het pensioencontract dragen pensioenfondsen als aandeelhouders van die bedrijven minder risico's. Dit kunnen pensioenfondsen eventueel compenseren door meer in aandelen te beleggen. Nadeel van het terugtrekken van werkgevers uit het pensioencontract is dat de prikkel voor werkgevers om zich in te zetten voor een leeftijdsbewust personeelsbeleid gericht op het koesteren van menselijk kapitaal kan worden aangetast.

Meer risico's voor jongeren

Jongeren kunnen zich veroorloven meer risicodragend te beleggen omdat het pensioenvermogen een kleiner deel uitmaakt van hun totale vermogen (inclusief het menselijk kapitaal, dat wil zeggen de contante waarde van het looninkomen bij de inzet van het volledige verdienvermogen). Het huidige financiële toetsingskader (FTK) concentreert zich op het bieden van nominale zekerheid. Dit is niet optimaal voor jongeren omdat pensioenfondsen hierdoor gedwongen worden te risicomijdend te beleggen en onvoldoende kunnen profiteren van de buffer van het menselijk kapitaal van jongeren. Het daarmee gepaard gaande lagere rendement tast de indexatiekwaliteit van de regeling aan. Jongeren zouden bereid moeten zijn om onzekere aanspraken te accepteren in ruil voor meer indexatiekwaliteit.

Deze argumenten impliceren dat de aanspraken van de jongeren meer zouden moeten variëren met de beleggingsresultaten van het fonds dan de aanspraken van ouderen. Dit maatwerk gaat een stap verder dan een voorwaardelijk geïndexeerd middelbaar loon waar naast de aanspraken van inactieven en slapers ook de aanspraken van actieven op dezelfde manier variëren met de financiële positie van het fonds. In feite houdt bij deze verdergaande variant het pensioenfonds voor jongeren een andere beleggingsportefeuille aan dan voor ouderen. In het extreme geval dat een pensioenfonds ouderen een geïndexeerd pensioen zou garanderen en het toch belegt in aandelen en de aanspraken van jongeren laat

meeademen met de dekkingsgraad, schrijven de jongeren in feite geïndexeerde obligaties aan ouderen en beleggen de daarmee verkregen middelen in aandelen. Op deze manier lenen de jongeren van de ouderen om te beleggen in risicodragende titels terwijl ouderen beleggen in risicovrije producten.

Het is overigens niet optimaal om de ouderen bij financiële schokken geheel te ontzien en alle financiële risico's bij jongeren neer te leggen. Als jongeren en ouderen even risicoavers zijn, dan is het optimaal om het aandeel van pensioen gekoppeld aan de lonen gelijk te maken aan het gemiddelde aandeel van menselijk kapitaal in de vermogensportefeuille (inclusief menselijk kapitaal) van de deelnemers. Op die manier delen alle deelnemers in gelijke mate in schokken in menselijk en financieel kapitaal. Deze intergenerationele risicodeling vermindert ook de tegenstelling tussen arbeid en kapitaal. Werknemers zijn in feite ook kapitalisten. Verder zou men de rechten van oudere werknemers meer kunnen laten variëren naarmate de pensioenleeftijd beter als buffer kan worden gebruikt dankzij leeftijdsbewust personeelsbeleid en een flexibele arbeidsmarkt voor ouderen.

Door het benutten van het menselijk kapitaal van jongeren als risicodragers vermindert de noodzaak voor het aanhouden van financiële buffers waarvan de eigendomsrechten vaak niet goed gedefinieerd zijn, hetgeen met aanzienlijke politieke risico's gepaard gaat. In feite benutten pensioenfondsen het menselijk kapitaal van het huidige werknemersbestand als eigen vermogen. Vreemd vermogen (harde, onconditionele nominale verplichtingen) wordt omgezet in risicodragend vermogen (zachte, conditionele verplichtingen). De mismatch en discontinuïteitsrisico's van pensioenfondsen verminderen daardoor. Verplichtingen ademen immers mee met de waarde van de activa en sluiten beter aan bij de portfolio van jongeren. Dit schept ruimte om meer te beleggen in hoger renderende aandelen, waardoor de premies kunnen worden beperkt en met name jongeren naar verwachting meer rechten kunnen opbouwen. Pensioenfondsen hebben dus een groot belang bij een flexibele arbeidsmarkt die deelnemers aanmoedigt hun menselijk kapitaal optimaal te benutten en te onderhouden.

Hoeveel risico pensioenfondsen jongeren zouden moeten willen laten dragen hangt af van verschillende factoren. In de eerste plaats is dat de beloning voor risico zoals dat tot uiting komt in bijvoorbeeld de risicopremie op aandelen. In de tweede plaats zijn de aard en de omvang van menselijk kapitaal van belang, die weer nauw samenhangen met de flexibiliteit van de arbeidsmarkt en de specifieke professie van de betrokken werknemer en de daarmee verbonden specifieke arbeidsmarktrisico's. Hierbij spelen bijvoorbeeld de mogelijkheden om de pensioenleeftijd te benutten als buffer door de snelheid waarmee en leeftijd waarop men zich terugtrekt uit het arbeidsproces te variëren. In de derde plaats zijn de risicoaversiteit van de werknemer en zijn eventuele behoefte aan reële garanties van belang. En ten slotte zijn de beleggingen van jongeren in het eigen huis en de daarbij gekozen financieringsvorm een factor die invloed uitoefent. Naarmate als gevolg van een minder riant hypotheek-renteaftrek jongeren minder risicovolle beleggingshypotheeken gaan gebruiken om hun eigen huis te financieren kunnen ze zich in hun pensioenaanspraken meer risico permitteren.

De door het FTK voorgeschreven nominale zekerheid past niet in een optimaal pensioencontract waarbij het pensioenfonds profiteert van de buffer van het menselijk kapitaal van jongeren door de aanspraken van jongeren te laten variëren met het beleggingsrendement. Een nominaal verzekeringscontract verschilt nu eenmaal fundamenteel van een pensioencontract. Een pensioencontract benut het menselijk kapitaal van actieven als buffer; de op te bouwen rechten zijn onzekerder maar naar verwachting hoger.

Stabiele premie

Jongeren zullen risico's meer gaan opvangen via fluctuaties in de waarde van hun aanspraken dan in verstorende inhaalpremies. Voordeel daarvan is dat jongeren de neerwaartse risico's niet

kunnen ontgaan door minder te gaan werken of naar een andere bedrijfstak uit te wijken.³ Op die manier worden arbeidsmarktverstoringen voorkomen, is de grote verplichtstelling (en de daarmee gepaard gaande overheidsinmenging) minder nodig, kan de arbeidsmobiliteit toenemen, en wordt het vertrouwen in het stelsel behouden.⁴ Lagere rendementen en hogere loonstijgingen resulteren in meer werk en meer investeringen in menselijk kapitaal in plaats van een eroderende werkgelegenheid als gevolg van forse inhaalpremies. Dit dient de macro-economische stabiliteit omdat dergelijke prijssignalen aangeven dat menselijk kapitaal schaarser wordt ten opzichte van financieel kapitaal. De prijs van deze macro-economische stabiliteit en beter functionerende arbeidsmarkt is dat jongeren worden geconfronteerd met een nominale waarde van aanspraken die per jaar sterk kan fluctueren. Maar dit risico is voor jongeren met hun grote voorraad menselijk kapitaal beperkt, omdat pensioenaanspraken slechts een klein deel van hun totale vermogen uitmaken. Het uitleggen van de rationaliteit van een strategie die niet kiest voor nominale zekerheid op korte termijn is een uitdaging voor pensioenfondsen, wier kerntaak het nu eenmaal is om verstandig beleggings- en spaargedrag vorm te geven voor hun deelnemers. Hierbij speelt wel de vraag naar de preferenties (en de psychologie) van jongeren: hoeveel behoefte hebben zij aan (reële) garanties en aan bescherming tegen neerwaartse schokken?

Maatwerk bij schokken

De staffel behandelt alle risico's die de dekkingsgraad beïnvloeden op dezelfde manier. Het lijkt echter beter om onverwachte schokken in de levensverwachting anders te behandelen dan onverwachte schokken in het beleggingsrendement. Zo ligt bij een hogere gezonde levensverwachting een hogere pensioenleeftijd meer voor de hand, niet alleen in de tweede, maar ook in de eerste pijler.⁵ Een geleidelijke verhoging van de pensioenleeftijd in de tweede pijler zou goed samen kunnen gaan met de aankondiging van een geleidelijke verhoging van de AOW-leeftijd door de laatste leeftijd te koppelen aan de levensverwachting. Zo koppelt Zweden de pensioenaanspraken op 65 jaar aan de levensverwachting van het desbetreffende cohort. Op deze manier wordt de buffer van menselijk kapitaal beschermd zodat deelnemers meer risico's aankunnen en pensioenfondsen kunnen blijven profiteren van hogere rendementen door risicovoller te blijven beleggen.

Ook de vakbeweging zou zich moeten inzetten voor een hogere in plaats van een lagere pensioenleeftijd. Een hogere pensioenleeftijd impliceert immers dat werknemers tot op een hogere leeftijd ontslagbescherming genieten. De geleidelijke verhoging van de pensioenleeftijd stelt bedrijven in staat het personeelsbeleid aan te passen. Dit past goed in een ontwikkeling waarbij door de privatisering van de ziektewet en een groot gedeelte van de huidige WAO, de sociale partners al steeds meer verantwoordelijk worden voor het onderhoud van menselijk kapitaal. De eenduidige verantwoordelijkheden van sociale partners op CAO-niveau bij het bevorderen van *employability* voorkomen dat een hogere officiële pensioenleeftijd zich vertaalt in fors hogere uitgaven in de sociale zekerheid, terwijl de effectieve pensioenleeftijd ongewijzigd blijft. Daarvoor is een robuust WAO-stelsel meer dan ooit belangrijk.

3 Er is in feite geen sprake meer van *debt overhang* na een negatieve schok.

4 Het pensioenfonds kan wel een individuele correctiepremie heffen om de gedaalde aanspraken weer op peil te brengen. Deze premie is echter niet verstrend, omdat tegenover de ingelede premie nieuwe aanspraken worden opgebouwd. De premie is dus geen collectieve last.

5 Een cruciale vraag hierbij is of de extra levensjaren vooral gezond zijn of ongezond. Onderzoek in de VS geeft aan dat mensen niet alleen langer leven maar ook langer gezond blijven. In Europa bestaat echter nog onvoldoende inzicht in deze belangrijke vraag.

Pensioenfondsen waardevol...

Pensioenfondsen organiseren waardevolle collectiviteiten. Pensioenen zijn goedkoop vanwege schaalvoordelen en lage beheers- en marketingkosten. Ze verschaffen werknemers toegang tot complexe beleggingsstrategieën waarin werknemers zich zelf niet hoeven te verdiepen en beschermen werknemers tegen onverstandige spaar- en beleggingsbeslissingen door professioneel vermogensbeheer. Hun nonprofitkarakter vergroot het vertrouwen van deelnemers in het beleid van fondsen aan wie zij complexe financiële beslissingen delegeren. Verder voorkomt de verplichte deelname van werknemers selectie in de markt voor levensverzekeringen en annuïteiten. Dit alles verlaagt de uitvoeringskosten. Verder construeren pensioenfondsen financiële instrumenten (zoals loongeïndexeerde annuïteiten met een lange looptijd die het langlevensrisico afdekken) die op de financiële markten nog nauwelijks te koop zijn. Door het vullen van deze gaten in de financiële markten wordt meer efficiënte risicodeling tussen generaties mogelijk: jongeren delen in de financiële risico's van de ouderen en ouderen delen in het loonrisico van de jongeren. Tenslotte kunnen pensioenfondsen door hun link met de sociale partners als beheerders van het menselijk kapitaal in een sector de bufferfunctie van menselijk kapitaal optimaal benutten bij het aangaan van financiële risico's (bijvoorbeeld door werknemers in staat te stellen te lenen tegen hun menselijk kapitaal en het verhandelbaar maken van loonrisico's). Ook als de financiële markten meer instrumenten bieden voor risicodeling (met name loongeïndexeerde obligaties en langlevensobligaties) blijven pensioenfondsen van belang als goedkope, professionele beheerders van menselijk en vooral financieel kapitaal, het afdwingen van besparingen voor een goede oude dag, en het voorkomen van selectie bij het verzekeren van langlevensrisico.

...maar jongeren dreigen af te haken...

Het grootste gevaar voor de waarde die pensioenfondsen creëren is dat jonge werknemers zich nauwelijks organiseren en het vertrouwen verliezen in de collectiviteiten die intergenerationele risicodeling organiseren. Daar komt bij dat jongere deelnemers zich maar weinig betrokken voelen bij het pensioencontract, zeker nu pensioenfondsen jongeren inhaalpremies in rekening brengen om te kunnen voldoen aan de zekerheidseisen van de overheid terwijl buffers nagenoeg zijn verdwenen. Dat bedreigt de continuïteit van het pensioenstelsel omdat dit het draagvlak onder toekomstige generaties linksom (via *voice* door het pensioencontract op te zeggen) of rechtsom (via *exit* door te verhuizen naar bedrijfstakken met veel jongeren) aantast, zeker als jongere deelnemers mobieler, mondiger en meer pensioenbewust worden. Daar helpt geen juridische verplichtstelling aan.⁶

Een van de redenen dat jongeren zich weinig betrokken voelen bij het pensioenstelsel is de doorsneepremie met tijdsevenredige pensioenopbouw. In elk gewerkt jaar worden evenveel pensioenjaren opgebouwd, onafhankelijk van de leeftijd, ook al rendeert de euro die jongeren inleggen langer. Dit impliceert dat de meeste pensioenrechten aan het einde van het arbeidzame leven worden opgebouwd. De doorsneepremie met tijdsevenredige pensioenopbouw behoort nog bij een pensioensysteem waarin de onderneming de sponsor van het pensioencontract was en alle risico's absorbeerde. Ze passen minder goed bij pensioenfondsen waarin de deelnemers de belanghebbenden zijn die de risico's dragen. De met de doorsneepremie gepaard gaande overdrachten van jong naar oud en de uitge-

6 Dit is ook de reden dat het delen van risico's met ongeboren generaties moeilijk is. Deze generaties accepteren graag het vermogen dat voorgaande generaties aan hen overdragen maar zullen niet graag de schuld van voorgaande generaties overnemen.

stelde financiering sluiten niet goed aan bij moderne arbeidspatronen waarbij mensen hun arbeidsinspanning op verschillende manieren over het leven verdelen. Zo zijn deze overdrachten (in feite omslagelementen) nadelig voor mensen (vaak vrouwen) die hun arbeidsinspanning vroeg in het leven concentreren en zich daarna meer richten op het ouderschap alsmede voor degenen die op oudere leeftijd het werknemerschap verruilen voor het zelfstandig ondernemerschap of die zijn opgebrand (vaak laaggeschoolden; hogeschoolden daarentegen maken juist vaak laat carrière). De gedwongen eenzijdige systematische overdrachten tussen jong en oud worden bovendien minder effectief nu de grenzen tussen bedrijfstakken steeds meer vervagen en de arbeidsmobiliteit tussen sectoren toeneemt. Jongere werknemers kunnen hun sterke arbeidsmarktpositie uitbuiten door hogere lonen te vragen om de overdrachten aan ouderen te compenseren. De lage dekkingsgraden onderschatten vanwege de doorsneepremies de netto belastingen op jongeren die toetreden tot een sector.

De overgang van eindloonsystemen naar middelloonsystemen met conditionele indexering van de rechten van actieve deelnemers versterkt deze overdrachten van jongere naar oudere werknemers verder. Jongeren hoeven er namelijk niet meer op te rekenen dat hun deelname nog veel waard zal blijken te zijn als ze later carrière maken of als de lonen sterk stijgen. Ze worden dus niet beloond voor het risico dat hun nominale aanspraken onverhoopt niet langer worden geïndexeerd. Pensioenpremies die jongeren betalen hebben hierdoor een sterk belastingkarakter gekregen.

...en moeten meer bij pensioen worden betrokken door expliciete eigendomsrechten

Om jongeren meer te betrekken bij het (pre)pensioenstelsel zijn regelingen van belang waarin niet alleen ouderen maar ook jongeren hun belangen herkennen. Jongeren zouden in het begin van hun leven dan ook meer rechten moeten opbouwen voor de premie die zij inleggen (een leeftijdsafhankelijke opbouw) en een gedeelte van die rechten ook eerder kunnen benutten (bijvoorbeeld in de vorm van levensloopregelingen). Vergrijpsde vakbonden hebben zo jongeren meer te bieden. Dit dient ook de legitimiteit van sociale partners en het CAO-overleg – de kern van het poldermodel.

Zo zou de opbouw van het collectieve ouderdomspensioen geleidelijk meer gebaseerd worden op de actuariële waarde van de ingelegde premies. Dit vermindert (naast het beperken van verstoringende inhaalpremies bij negatieve schokken, zie hierboven) het discontinuïteitsrisico, de arbeidsmarktverstoringen die voortvloeien uit de gedwongen overdrachten tussen generaties, de problematiek van de waardeoverdracht, en de noodzaak van allerlei instituties (zoals de grote verplichtstelling) die pensioenfondsen belemmeren in hun beleidsvrijheid.⁷ Het kan ook resulteren in een toenemende convergentie tussen commerciële verzekeraars en niet-commerciële pensioenfondsen in de vorm van onderlinge waarborgmaatschappijen. Hier ligt een analogie met de ontwikkelingen in de markt voor ziektekostenverzekeringen, waarin ziekenfondsen en particuliere verzekeraars op één markt opereren, en de markt voor zorg, waarin for-profitzorgverleners en non-profitinstellingen in toenemende mate concurreren.

Zeker als jongeren meer risico's lopen (conform mijn voorstel hierboven) is het zaak ze te belonen voor de extra risico's, bijvoorbeeld door jongeren in goede tijden meer rechten te laten opbouwen. De hoger renderende aandelenbeleggingen stellen pensioenfondsen ook in staat deze beloning uit te

⁷ Zo resulteert de grote verplichtstelling regelmatig in verhitte debatten over de taakafbakening tussen verzekeraars en pensioenfondsen. Hierbij ziet de politiek zich gedwongen eisen te stellen aan de pensioenfondsen die hen beperken bij het optimaal inspelen op de wensen van hun deelnemers.

⁸ De hogere opbrengsten gebruiken om de indexatiekwaliteit van de uitkeringen aan de huidige gepensioneerden te verbeteren vergroot de overdrachten van jong naar oud verder.

keren.⁸ Jongeren zijn in slechte tijden solidair met ouderen en ontvangen daarvoor in goede tijden een beloning: zodanig dat jong en oud te maken krijgen met dezelfde fluctuaties in het totale vermogen (niet alleen het pensioenvermogen maar ook het menselijk kapitaal). Bij het vormgeven aan deze tweezijdige solidariteit kunnen generatierekeningen een nuttige rol spelen. Hierbij kunnen pensioenfondsen een per generatie uiteenlopende beleggingsstrategie realiseren, afhankelijk van de risico's die cohorten bereid zijn te lopen. Zo kan het fonds voor jongeren in feite een beleggingsrekening aanhouden en aan ouderen reële annuïteiten uitgeven. Er kan zo beter maatwerk worden geleverd met meer aandacht voor de specifieke omstandigheden en wensen van groepen deelnemers op microniveau. Generatierekeningen gaan nog een stap verder in het expliciteren van eigendomsrechten dan de reeds meer expliciete pensioencontracten. De eigendomsrechten van elk individu zijn helder gedefinieerd. Solidariteit, door pensioenfondsen geïmplementeerd verstandig beleggingsbeleid, en individuele eigendomsrechten worden zo met elkaar verzoend.

De doorsneepremie kent ook voordelen. Zo kunnen ouderen in korte tijd veel pensioenrechten opbouwen. Verder worden ouderen gestimuleerd om langer door te werken (en zijn ouderen relatief goedkoop voor werkgevers die aangesloten zijn bij bedrijfstakpensioenfondsen) en jongeren om langer door te studeren. De doorsneepremie met een tijdsevenredige opbouw van pensioenrechten impliceert namelijk een arbeidssubsidie voor ouderen en een arbeidsbelasting voor jongeren.

Overgangsproblematiek

De uitgestelde financiering (het omslagelament) in de huidige pensioenregeling (vanwege de doorsneepremie) zorgt voor een fors overgangsprobleem als men de jongeren meer waar voor rechten voor hun pensioenpremie wil geven. De huidige werknemers van middelbare leeftijd rekenen immers op de waardeoverdracht van de jongere generaties om hun pensioenambities te kunnen realiseren.

De overgangsproblematiek kan worden verzacht door de afkoopsom in te zetten die werkgevers zouden moeten betalen om hun sponsorrol voor zowel het beleggingsrisico als de omslagelementen in de huidige regelingen te beëindigen. De omslagelementen spruiten immers voort uit de doorsneepremie die past bij een belangrijke rol voor de werkgever als sponsor. In feite nemen de jongeren de rol over van de werkgever zowel in de vorm van risicodragers als die van financier van omslagelementen die samenhangen met de impliciete schuld aan oudere werknemers. Daar moeten jongeren voor worden gecompenseerd. Daarnaast zouden werkgevers werknemers in staat moeten stellen langer door te werken om zo risico's op te vangen: een flexibelere pensioenleeftijd met een langere ontslagbescherming dus. Dit stelt hoge eisen aan een leeftijdsbewust personeelsbeleid van ondernemingen. Menselijk kapitaal moet beter worden onderhouden omdat werkgevers niet zeker zijn dat men ouderen op een bepaalde leeftijd de laan uit kan sturen. De rol van de werkgever verandert dus van risicodragers naar beheerder van menselijk kapitaal.

Verder kan het opwaartse risico bij het blijven beleggen in risicodragende titels worden ingezet om jongeren beter te belonen. In goede tijden met hoge beleggingsopbrengsten dient de regeling niet voor iedereen te worden verfraaid of dienen premies niet te worden verlaagd (zoals in de jaren negentig). Ook het opbouwen van omvangrijke collectieve buffers is niet aan te bevelen, vanwege de daarmee gepaard gaande politieke risico's (zie hierboven). In plaats daarvan moeten de middelen worden ingezet om van de doorsneepremie af te komen en de impliciete schuld van jongere aan oudere werknemers af te kopen. In plaats van collectieve buffers op te bouwen kunnen inhaalpremies beter worden benut om jongeren expliciete eigendomsrechten te geven. Jongeren krijgen zo meer expliciete eigendomsrechten voor de forse premies die ze nu inleggen.

De snelheid waarmee men het omslagelament in de huidige regelingen wil afbouwen hangt ook sterk samen met de verhouding tussen de reële rente en de economische groei. Naarmate de reële rente

de economische groei meer overtreft wordt het niet alleen aantrekkelijker maar ook beter mogelijk om de omslagelementen uit de huidige pensioenregelingen te verwijderen en werknemers een groter deel van hun rechten in het begin van hun leven te laten opbouwen.

In een omgeving met een lage reële rente, daarentegen, kan men ervoor kiezen de huidige omslagelementen als gevolg van de doorsneepremie voorlopig te handhaven, maar de daarmee gepaard gaande overdrachten te expliciteren. Dit kan door jongeren de actuariële waarde van de ingelegde premies toe te kennen maar, conform de overdrachten in de gezondheidszorg, een beperkte forfaitaire rendementsheffing te innen op het ingelegde vermogen van de jongere generaties en die ten goede te laten komen aan de oudere werknemers in het pensioenfonds. De risicopremies die jongeren opstrijken omdat ze over veel menselijk kapitaal beschikken komt dan ook ten goede aan ouderen. Zo dragen de sterkste schouders de zwaarste lasten en is de intergenerationele solidariteit als gevolg van de omslagelementen en de daarbij horende schuld aan oudere generaties transparant. Deze expliciete overdrachten kunnen dan geleidelijk worden afgebouwd, eventueel afhankelijk van de verhouding tussen de reële rente en de economische groei. Op deze manier moet voorspelbare intergenerationele herverdeling steeds meer buiten de pensioensector worden vormgegeven door de overheid, bijvoorbeeld via schuldpolitiek.⁹ Door intergenerationele risicodeling te ontvlechten van intergenerationele herverdeling kan de overheid de pensioensector meer beleidsvrijheid gunnen.

4 Slot

Het pensioencontract zal zich verder ontwikkelen in de richting van expliciete individuele eigendomsrechten en expliciete risicodeling tussen jonge en oude deelnemers waarbij de beleidsruimte van het pensioenfondsbestuur en de daarmee gepaard gaande politieke risico's verder worden beperkt. In deze expliciete contracten zullen fluctuaties in inhaalpremies voor jongeren en reële aanspraken van ouderen worden beperkt en risico's vooral worden opgevangen in de aanspraken van actieve deelnemers met het nodige menselijk kapitaal. Op deze manier kunnen het belastingkarakter van premies en de daarmee gepaard gaande arbeidsmarktverstoringen en overheidsinmenging (en politieke risico's) in de pensioenwereld afnemen. Dit geldt zeker als jongeren meer waar krijgen voor hun geld omdat pensioenfondszen zich concentreren op (onvoorspelbare) intergenerationele risicodeling tussen levende generaties in plaats van (voorspelbare) intergenerationele herverdeling. Een verdere ontvlechting van publieke en private verantwoordelijkheden wordt dan mogelijk. Verder kan het vertrouwen in een robuust pensioenstelsel worden behouden, ook als jongeren meer pensioenbewust worden en zich daarmee ook meer bewust worden van de individuele kosten en baten voor henzelf.

De tweede pijler evolueert dan naar een hybride systeem met vooral collectief *defined contribution* voor jongeren en vooral *defined benefit* voor ouderen. Daarbij spelen een flexibele arbeidsmarkt, menselijk kapitaal, en een flexibele en geleidelijke pensionering een hoofdrol bij het opvangen van risico's. Daarom dienen sociale partners als beheerders van dat menselijk kapitaal een belangrijke rol te blijven spelen in de pensioenwereld, al zal de rol van de werkgever veranderen van risicodragers naar beheerder van menselijk kapitaal als buffer.

De uitdaging is om de betrouwbaarheid van de huidige afspraken te verzoenen met aanpassingen die deze afspraken bij de tijd houden en die inspelen op nieuwe behoeften van jongere generaties. Dit alles opdat het goede wordt geconserveerd en het verouderde wordt hervormd, zodat ons waardevolle pensioenstelsel het vertrouwen blijft genieten van de deelnemers.

⁹ De overheid is als grootste collectiviteit het beste uitgerust om intergenerationele herverdeling vorm te geven. Bij intergenerationele risicodeling tussen levende generaties blijven pensioenfondszen wel een belangrijke rol spelen.

Conferenties

In deze rubriek komen verslagen, toespraken of papers van conferenties aan bod.

Risicodeling binnen pensioenfondsen

K.H.W. Knot en D.W.G.A. Broeders*

Samenvatting

De kracht van een pensioenfonds is de koppeling tussen arbeidsmarkt en kapitaalmarkt. Voor jongeren is human capital het grootste bezit, voor ouderen het financiële vermogen. Jongeren zijn op grond van arbeidsaanbodbeslissingen en hun onderhandelingspositie beter in staat om bepaalde risico's op te vangen. De kern van het Nederlandse pensioenstelsel is dat jongeren via de verplichtstelling ook deels de risico's dragen die de ouderen parten spelen. In ruil voor het dragen van risico eisen de jongeren een marktconforme vergoeding. De toezichthouder is er om evenwicht in deze belangen te bevorderen en daarmee de houdbaarheid van het pensioenstelsel. Marktwaardering van het pensioencontract is daartoe een belangrijke voorwaarde. In de jaren negentig van de vorige eeuw is, onopgemerkt door het gebruik van een vaste rekenrente, de dekking van de nominale pensioenverplichtingen bijna gehalveerd. Meer dan ooit staat daardoor nu een goede risicodeling op het vizier. In dit kader speelt de specifieke aard van het pensioencontract een belangrijke rol. Een typisch element in de Nederlandse context is het indexatiebeleid. Het voorwaardelijke karakter daarvan is een belangrijk middel om premievolatiliteit te beheersen.

Trefwoorden

Pensioenen, defined benefit, voorwaardelijk indexatiebeleid, marktwaardering, premievolatiliteit

1 Inleiding

Een pensioenstelsel zoals het Nederlandse is complex. In een pensioenfonds komen niet alleen veel risico's van verschillende aard samen; er zijn ook verschillende stakeholders met evenzoveel uiteenlopende belangen. Om de problematiek te schetsen wordt in dit artikel gestart met een analytische beschouwing van het pensioensysteem. Het is een typisch voorbeeld van private ordening. De kern is een evenwichtige uitruil van lusten en lasten tussen generaties. De missie van het moderne pensioenfonds komt rechtstreeks voort uit de informele oudedagsvoorzieningen die voorheen in familieverband aanwezig waren. In de landbouweconomie van weleer werd het probleem van de bescherming van de post-actieven opgelost door erkenning van de eigendomsrechten van de ouderen (land-

* De auteurs zijn werkzaam bij de divisie Toezichtbeleid van De Nederlandsche Bank. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven en weerspiegelt niet noodzakelijkerwijs de mening van de bank.

bouwgrond en boerderij). Deze werden ter beschikking gesteld aan de jongeren. De ouderen leefden van de vergoeding die informeel door de gebruikers van deze eigendommen werd betaald als compensatie voor het ter beschikking stellen van vermogen. Het sluitstuk van deze private ordening is het erfrecht. De jongere generatie erft het eigendom en wordt dan zelf de oudere generatie.

De opdracht van het pensioenfonds is een regeling te treffen voor ouderen waarvan het *human capital* nihil is. Het oudedagsrisico is een inkomensvraagstuk dat wordt opgelost, zij het imperfect, door te sparen. Hierdoor worden activa verworven die in de toekomst een inkomen genereren zonder dat daar een noemenswaardige arbeidsinspanning tegenover staat. De imperfectie is dat gespaarde middelen slechts in beperkte mate bescherming bieden tegen geldontwaarding en sterk in waarde kunnen fluctueren. Bovendien is er het risico dat de gepensioneerde oud wordt en de spaarpot vroegtijdig leeg raakt.

De grootste risico's voor de ouderen zijn inflatie-, beleggings- en langlevensrisico.¹ Arbeid is makkelijker inzetbaar tegen deze risico's dan financieel vermogen. Kern van het pensioenfonds is dan ook een inspanning van de jongeren om – tegen vergoeding – de ouderen te beschermen tegen genoemde risico's. De koppeling die daarmee wordt aangebracht tussen arbeidsmarkt en vermogensmarkt is de crux van het pensioenfonds. Deze verbinding wordt afgedwongen door de wettelijke verplichtstelling. Er zijn echter verschillende krachten die hier een complicerende rol spelen. De actieve generatie kan zich sterk maken door de prijzen op te drijven en daarmee de koopkracht van de ouderen te eroderen. De actieven zien hiervan af dankzij het besef van de intergenerationele solidariteit. Later zullen zij namelijk dezelfde behoefte aan bescherming hebben. De actieven hebben er echter baat bij om veel beleggingsrisico te nemen. Dit verhoogt immers de verwachte waarde van het pensioen. In het geval dat de werkelijke rendementen tegenvallen worden de lasten (gedeeltelijk) gedragen door de jongere en toetredende cohorten. Dit is een zakelijk contract waarvoor een marktconforme vergoeding wordt betaald (Ponds, 2003). De jongeren zijn immers risicoavers en zullen zonder een adequate compensatie niet bereid zijn risico te dragen. Omdat toekomstige generaties echter niet aan de onderhandelingstafel zitten, maar van hen wel een offer wordt gevraagd, is toezicht op pensioenfondsen nodig. De toezichthouder ziet toe op de bescherming van de deelnemers, inclusief de toekomstige. De wettelijke verplichtstelling enerzijds en de institutionalisering van toezicht anderzijds vormen de publieke bijdrage aan het stelsel. Zonder deze kan het stelsel niet bestaan.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. Paragraaf 2 gaat in op de aard van pensioencontracten. Paragraaf 3 schetst de recente ontwikkelingen in de financiële positie van de pensioenfondsen. In de volgende drie paragrafen komt het beleid van de pensioenfondsen aan de orde. Paragraaf 4 bespreekt de waardering van pensioenverplichtingen en de waardeoverdracht tussen pensioenfondsen; paragraaf 5 het voorwaardelijk indexatiebeleid en de impact van sponsorrisico, en paragraaf 6 het beleid ten aanzien van de beheersing van premievolatiliteit. Paragraaf 7 bevat enkele slotopmerkingen.

2 De aard van het pensioencontract

Wie spaargeld naar de bank brengt, krijgt een vordering op die bank. De spaarder geniet in hoge mate bescherming. Er is eigen vermogen van de bank, er is toezicht en bij een onverhoopte deconfiture is er de depositogarantieregeling. Wie een verzekeringscontract afsluit krijgt, als de overeengekomen

¹ Met langlevensrisico wordt hier bedoeld op de onzekerheid dat een bepaald cohort gemiddeld op een hoger dan verwachte levensduur uitkomt. Daarnaast is er het stochastische proces binnen een cohort dat het ene individu langer leeft dan het andere. Dit laatste is een diversifieerbaar risico binnen het cohort; het eerstgenoemde trendrisico daarentegen niet.

voorwaarden zijn vervuld, een vordering op de verzekeraar. Er is eigen vermogen van de verzekeraar, er is toezicht en bij deconfiture een opvangregeling.

Wie een arbeidscontract sluit met een werkgever waarin een pensioenregeling is opgenomen krijgt geen pensioencontract in de juridische zin van het woord. Veelal betreft het een pensioentoezegging, geformuleerd als het opbouwen van een aanspraak op een toekomstige uitkering. Die aanspraak omvat doorgaans veel meer 'voorwaardelijke' elementen dan een spaar- of een verzekeringscontract. Dit zijn de zogenaamde toeslagregelingen. Deelnemers genieten, ondanks het toezicht, minder bescherming dan een spaarder of verzekeringnemer. Ingeval van (blijvende) onderdekking van het pensioenfonds treedt de kortingsregeling in werking waarbij opgebouwde rechten en aanspraken worden verminderd.² Bovendien kan gedurende de looptijd de pensioenregeling worden herzien.

Een pensioenaanspraak is uitgesteld loon. De kosten van de opgebouwde pensioenaanspraken dienen te worden toegerekend aan de arbeid die ervoor is verricht. Stel bijvoorbeeld dat een werknemer over het jaar 2005 (bruto) € 60.000 verdient. Daarnaast bouwt hij via een middenloonregeling een pensioenaanspraak op van 2 procent over bijvoorbeeld € 50.000 (het loon minus de franchise). Dit geeft recht op jaarlijks € 1.000 vanaf de ingangsdatum van zijn pensioen. Ook die € 1.000 per jaar heeft hij nu verdiend, al krijgt hij deze feitelijk pas later uitgekeerd. Het is niet zo dat hij dat deze pas verdient bij het bereiken van de pensioengerechtigde leeftijd. Conform deze redenering hoort de prijs van de aanspraak dan ook te drukken op de loonkosten van 2005. Wanneer de prestatie is geleverd is het, vanuit de toekomstige gepensioneerde, moeilijk te verklaren dat de betaling van de prijs niet alleen deels wordt verschoven naar de toekomst, maar ook dat de uitkering daarmee afhankelijk wordt van de wil en de capaciteit van de toekomstige sponsors om te betalen. Om dit te vermijden wordt het op te bouwen pensioen gekapitaliseerd. Het belang van kapitaaldekking is reeds in een vroeg stadium erkend.

Het was de Nederlandse overheid die startte met het toekennen van pensioenaanspraken aan haar ambtenaren en militairen (Kleynen, 1996). De voorwaarden daartoe werden in 1798 uitgevaardigd. Het eerste ondernemingspensioenfonds was van de Hollandsche IJzeren Spoorweg Maatschappij, dat werd opgericht in 1845. In de eerste helft van de vorige eeuw ontwikkelde pensioen zich van een vrijwillige uiting van goed werkgeverschap tot een wezenlijk onderdeel van de beloningsstructuur. Al sedert het einde van de negentiende eeuw echter werd het onverplichte pensioenvoornemen als fiscale aftrekpost erkend, tenminste als er een stellig voornemen bestond. Na de Tweede Wereldoorlog kwam het Nederlandse pensioenstelsel in zijn huidige vorm tot wasdom. Daarmee is het een veel jongere verschijningsvorm dan het eeuwenoude bankieren en de even zo oude levensverzekering.

In het begin kende het systeem een aantal gebreken. Zo vervielen bijvoorbeeld alle pensioenaanspraken als iemand voor de pensioendatum zijn werkgever verliet. Tevens stond het pensioenvermogen op de balans van de onderneming en was dit daarmee blootgesteld aan het specifieke ondernemingsrisico. Dit leidde in een aantal gevallen tot financiële debacles waarbij werknemers zowel hun baan als hun pensioenaanspraken verloren. Deze aspecten leidden tot de invoering van de Pensioen- en Spaarfondsenwet (PSW) in 1952. De wet regelde twee belangrijke zaken, namelijk het veiligstellen van de toegezegde pensioenaanspraken buiten de onderneming en de handhaving van de verworven rechten. In het verlengde daarvan ontstond de noodzaak van toezicht. Pensioenfondsen werden onder

2 Artikel 7 uit de Pensioen- en Spaarfondsenwet schrijft voor dat in de statuten en reglementen van een pensioenfonds bepalingen worden opgenomen betreffende de wijziging van de statuten en reglementen, met name ook wat betreft wijziging van de rechten en verplichtingen van de deelnemers, gewezen deelnemers en overige belanghebbenden in gevallen waarin de financiële toestand van het fonds daartoe aanleiding geeft.

toezicht geplaatst van de Verzekeringskamer. Een ander nadeel – dat overigens tot voor zeer kort speelde – was dat wie van baan veranderde zijn opgebouwde pensioenrechten niet kon meenemen. Hij werd ‘slaper’. Inmiddels heeft het pensioen steeds meer het karakter gekregen van een pensioencontract, waarbij een aanspraak kan worden meegenomen.

3 Financiële positie van de pensioensector

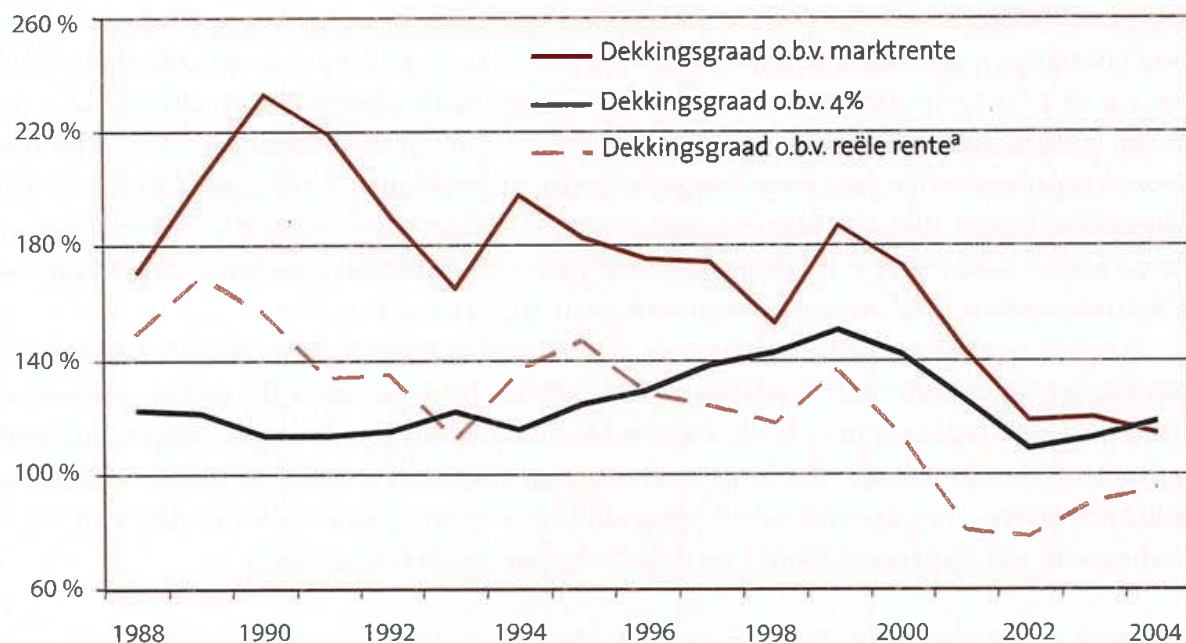
Alvorens dieper in te gaan op de dynamiek binnen het pensioenbedrijf is het zinvol een korte schets te geven van de recente ontwikkelingen die hebben geleid tot de huidige matige financiële positie bij veel Nederlandse pensioenfondsen. Twee belangrijke waarnemingen overheersen de laatste twee decennia. Om te beginnen is er de trendmatige daling van de kapitaalmarktrente van rond de 10 procent aan het begin van de jaren negentig van de vorige eeuw tot momenteel zo'n 4 procent. Dit is tevens het maximale niveau van de rekenrente die werd gebruikt om de pensioenverplichtingen te disconteren. Op deze ontwikkeling hadden de fondsen geen invloed, op een tweede wel. Dit betreft de gestage uitbreiding van het percentage zakelijke waarden in de beleggingsportefeuilles van pensioenfondsen. Over de periode 1990 tot 2000 werd dit percentage vergroot van 20 naar 50.

In eerste instantie pakten beide ontwikkelingen goed uit voor de financiële positie van de pensioenfondsen. Door de hoge rendementen op zakelijke waarden was het mogelijk om de premie structureel onder de kostprijs te houden. Hierdoor was de factor arbeid relatief goedkoop en dat gaf een stevige impuls aan de Nederlands economie (Sijben, 2003). Pensioenfondsen bouwden tevens aanzienlijke buffers op. Hierdoor was er effectief een hoge mate van zekerheid ten aanzien van de pensioenverplichtingen. Over deze buffers werden eveneens hoge rendementen gemaakt die met een hefboomeffect nog sterkere premieverlagingen mogelijk maakten. De situatie keerde zich echter in het voorjaar van 2000 toen de aandelenmarkten in een neerwaartse spiraal kwamen. De buffers die pensioenfondsen hadden opgebouwd verdwenen als sneeuw voor de zon en de lagere dekkingsgraden die resulteerden gaven aan dat er flink op de zekerheid was ingeleverd. Eind 2002 verkeerden bijna 200 van de ruim 900 pensioenfondsen in een situatie van onderdekking: de marktwaarde van de beleggingen was lager dan de omvang van de verplichtingen. Nog eens ruim 150 fondsen kregen te kampen met een solvabiliteitstekort. Deze fondsen hadden onvoldoende buffers om de risico's te dragen. In reactie hierop hebben pensioenfondsen aanzienlijke inspanningen verricht om de financiële toestand te verbeteren.

De economische betekenis van de hiervoor geschetste ontwikkelingen wordt goed zichtbaar als de pensioensector wordt geanalyseerd in de context van marktwaarde. Dat wil zeggen dat zowel de beleggingen als de verplichtingen worden verantwoord op basis van marktwaardering. De daling van de kapitaalmarktrente heeft geresulteerd in het sneller oplopen van de marktwaarde van de nominale pensioenverplichtingen dan bleek uit de reguliere jaarrekening. Dit is grotendeels ten laste gegaan van de impliciete reserve die onder andere beschikbaar was voor indexering van de opgebouwde pensioenrechten. Deze reserve werd automatisch gevormd door het positieve verschil tussen de marktrente en de maximale rekenrente van 4 procent.

Figuur 1 toont de ontwikkeling van de dekkingsgraad, zowel op basis van de rekenrente van 4 procent als op basis van de marktrente. Het verschil tussen beide lijnen is de impliciete reserve op de balans van de pensioensector. Begin jaren negentig werden de nominale verplichtingen ongeveer 2 maal gedekt door aanwezige middelen.

Figuur 1 Ontwikkeling dekkingsgraad

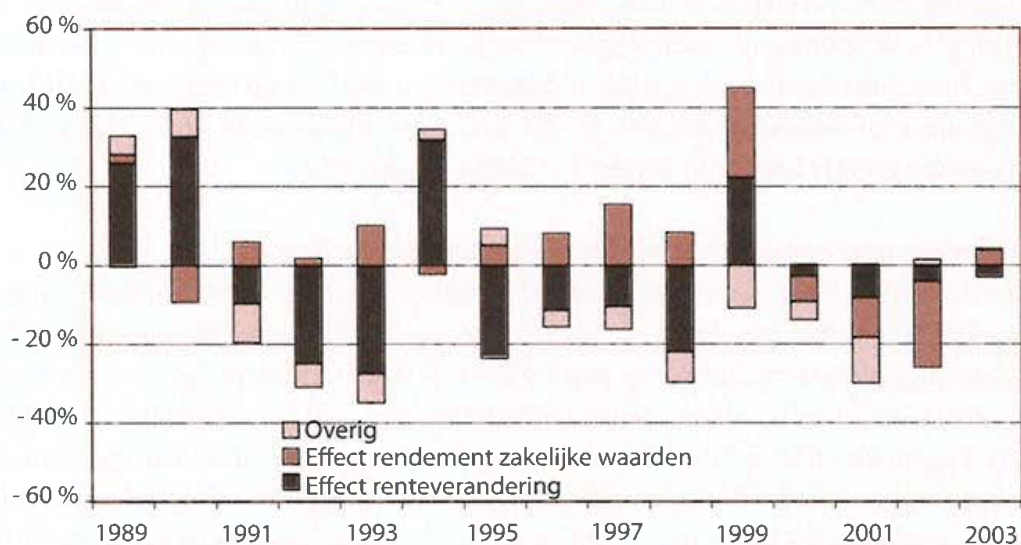


a. De reële rente is de nominale marktrente minus de prijsinflatie.

Bron: DNB, Financiële Gegevens Pensioenfondsen

Deze overreserve, of impliciete reserve, kon onder andere worden aangewend voor het toekennen van indexatie. Momenteel wordt de marktwaarde van de nominale verplichtingen nog slechts 1,2 maal gedekt door de marktwaarde van de beleggingen. De opgetreden schaarbeweging wordt in figuur 2 uiteengezeld.

Figuur 2 Attributieanalyse dekkingsgraadontwikkeling



Bron: DNB

Figuur 2 geeft een attributieanalyse van de jaarlijkse verandering in de dekkingsgraad op basis van de nominale marktrente. Daarbij is onderscheid gemaakt naar het effect van het rendement op zakelijke waarden en het effect als gevolg van de veranderende rentetermijnstructuur. Dit zijn, behalve inflatie, de twee belangrijkste economische risicofactoren voor de balans van het pensioenfonds. Opvallend is dat tot aan 2000 het rente-effect dominant is over de bijdrage van het rendement op zakelijke waarden. Dit houdt verband met de hoge gemiddelde looptijd van de pensioenverplichtingen. Deze hoge *duration* houdt in dat een renteverandering doorwerkt in een sterke stijging of daling van de marktwaarde van die verplichtingen. Niet zichtbaar in de figuur is dat daarbij op de achtergrond nog speelt dat gedurende de beschouwde periode de pensioenrechten sterk zijn verbeterd. Indexatie werd in bijna alle gevallen onverkort verleend, vervroegde uittreding was eveneens usance.

In figuur 1 is tevens een benadering van de reële dekkingsgraad gepresenteerd. Hiertoe is de marktrente verminderd met de prijsinflatie van het desbetreffende jaar. Deze lijn geeft de verhouding aan tussen de marktwaarde van de beleggingen en de marktwaarde van de verplichtingen, uitgaande van onvoorwaardelijke indexatie. Dit laatste is een aanname die niet overeenstemt met de Nederlandse praktijk. Het verloop van deze reële dekkingsgraad laat evenwel op een andere manier zien dat de indexatieruimte van de pensioenfondsen in de loop der jaren sterk is afgenomen.

De overgang van de actuariële benadering naar marktwaardering van de verplichtingen en de wijze waarop risico's hierdoor worden gekwantificeerd, zijn een proces dat een sterk internationaal karakter kent. Met name vanuit de accountancydiscipline is de wijze van verslaggeving over de risico's die zijn verbonden aan een pensioentoezegging sterk in ontwikkeling. De International Accounting Standards Board (IASB) heeft vergevorderde aanpassingen geïmplementeerd die de risico's van het pensioencontract waarmee de werkgever wordt geconfronteerd transparant maken. Deze ontwikkelingen leiden ertoe dat werkgevers zich meer bewust worden van de pensioengerelateerde risico's op de eigen balans.

Dat deze risico's daadwerkelijk een rol spelen wordt bevestigd door recent empirisch onderzoek (Jin *et al.*, 2004). Beleggers wegen in de waardering van een onderneming het risico van het gelieerde pensioenfonds mee. Nauwkeuriger gezegd: de onderzoekers vinden dat een hoger balansrisico bij het pensioenfonds zich vertaalt in een hoger systematisch risico (de zogenaamde bèta) van de onderneming. Dit is te verklaren omdat, ondanks de eventuele juridische afscheiding van het pensioenvermogen, de sponsor de (morele) plicht heeft om eventuele tekorten in het pensioenfonds aan te vullen. Tevens maakt de bijdragende onderneming aanspraak op overreserves in het fonds. Opvallend aan deze onderzoeksresultaten is dat beleggers blijkbaar in staat zijn om door de complexe accountingregels heen te kijken en de risico's te herkennen.

4 Waardering pensioenverplichtingen en waardeoverdracht

Om tot de marktwaarde van een pensioenverplichting te komen wordt impliciet aangenomen dat er een markt voor bestaat. Dit is geen onredelijke veronderstelling. Door de toegenomen discontinuïteit van pensioenopbouw en daarmee gepaard gaande waardeoverdracht tussen pensioenfondsen ontstaat een groeiende behoefte aan een 'actuele waardering' van pensioenaanspraken. Het principe is als volgt uit te leggen. Veronderstel dat het pensioen een éénmalige *nominale* uitkering is van 1 op tijdstip T . Deze betaling kan het fonds exact nabootsen door een bedrag van e^{-rT} te beleggen in een *zero coupon* obligatie met looptijd T (Exley *et al.*, 1997). Immers, dit bedrag groeit exact aan tot $(e^{-rT})e^{rT}=1$. Met r wordt de risicovrije rente aangegeven voor de desbetreffende looptijd (preciezer gezegd: de actuele *spot rate* voor looptijd T). Veronderstel dat de marktwaarde van de willekeurige beleggingen in het

fonds gelijk is aan W . Bij overdracht gaan beleggingen (W) en verplichtingen (e^{-rT}) over van het ene pensioenfonds naar het andere.

Als $W > e^{-rT}$ kan het overnemende pensioenfonds per direct een arbitragewinst behalen door de willekeurige beleggingen te verkopen tegen W en e^{-rT} te beleggen in de zero coupon obligatie met looptijd T . De risicovrije winst voor het fonds bedraagt dan $W - e^{-rT}$. In het geval dat $W < e^{-rT}$ zal er in beginsel geen partij te vinden zijn die bereid is de desbetreffende nominale verplichting over te nemen. De pensioenverplichting is niet volledig gedekt: het overnemende pensioenfonds zou het risico op zich nemen dat de marktwaarde van de beleggingen op tijdstip T ontoereikend is om de pensioenuitkering te doen. Als er, om wat voor reden dan ook, gedwongen overdracht plaatsvindt dan zal de overnemende partij eisen dat de nominale pensioenverplichting wordt verlaagd van 1 tot We^{-rT} . Wanneer het pensioenfonds vervolgens W belegt in wederom de risicovrije zero coupon obligatie, kan er geen tekortsituatie zijn op het einde van de looptijd.

Voor een onvoorwaardelijke reële verplichting kan dezelfde redenering worden gevormd. In dat geval kan in het voorafgaande voor r de reële rente worden gelezen. De (theoretische) belegging die het overnemende pensioenfonds kiest is een *indexed linked zero coupon bond* met looptijd T . Daarmee is overigens niets gezegd over het optimale beleggingsbeleid van het pensioenfonds. In de Nederlandse praktijk wijkt het beleggingsbeleid veelal sterk af van de hierboven geschetste replicerende portefeuille. Het indexatiebeleid van pensioenfondsen speelt hierbij een rol.

5 Voorwaardelijk indexatiebeleid en sponsorgarantie

Zoals in paragraaf 2 reeds werd opgemerkt, valt in het Nederlandse pensioensysteem de pensioentoezegging veelal uiteen in een onvoorwaardelijk en een voorwaardelijk deel. De onvoorwaardelijke aanspraken vormen een harde ondergrens; over het algemeen betreft het hier juridisch afdwingbare rechten met een nominaal karakter. Daarenboven wordt meestal een voorwaardelijke toezegging gedaan. De Hoofddijnnnota over de regeling van het financiële toezicht op de pensioenfondsen schrijft hierover: "Kenmerkend voor voorwaardelijke aanspraken is dat de daadwerkelijke realisatie ervan afhankelijk is van een in de toekomst door het pensioenfonds te nemen beslissing..."³ In beginsel heeft iedere toezegging een positieve marktwaarde. Conform paragraaf 4 is de marktwaarde te bepalen door de beleggingsportefeuille die de optionaliteiten van de toezegging repliceren. De Hoofddijnnnota stelt evenwel dat het vaststellen van deze waarde niet behoeft plaats te vinden als aan een aantal voorwaarden is voldaan. Deze hebben vooral betrekking op de communicatie naar de deelnemers over de aard en financieringswijze van de voorwaardelijke aanspraken. Tegenover het niet verplicht waarden van de voorwaardelijke toezegging staat: "Een korting op de kostendekkende premie kan alleen worden gehanteerd als de continuïteitsanalyse aantoont dat de gewekte verwachting ten aanzien van de indexering nu en in de toekomst naar verwachting kan worden waargemaakt, terwijl de verwachte dekkingsgraad structureel boven de evenwichtssituatie blijft."⁴

De Nederlandse praktijk is dat pensioenfondsen bewust het risico van *mismatch* op de balans nemen om aan de indexatieambitie invulling te geven. Dit *mismatch*risico activeert de verschillende opties die impliciet dan wel expliciet op de pensioenbalans staan. Naast de indexatieoptie betreft het hier de optie tot toekomstige premiebijstorting en de optie tot toekomstige premiekorting. Met behulp van deze uitgangspunten is de marktwaardebalans van het pensioenfonds gestileerd weer te geven als een combinatie van beleggingen, nominale verplichtingen en opties.

3 Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (2004a), 4.

4 Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (2005), 2.

Veronderstel dat het pensioen een éénmalige nominale uitkering betreft ter grootte van A op tijdstip T . Voor het gemak wordt aangenomen dat het langlevensrisico hierin volledig is geprijsd. Het betreft hier een *defined benefit* toezegging. De marktwaarde van deze nominale uitkering wordt berekend door te disconteren met de risicovrije interestvoet (r) en is gelijk aan Ae^{-rT} . De gepensioneerden kunnen de nominale toezegging juridisch afdwingen. Daarmee hebben zij een verzekeringscontract tot hun beschikking. De schrijvers van dit contract zijn de sponsors van het pensioenfonds. Indien de actuele waarde van de middelen in het pensioenfonds op tijdstip T ontoereikend is om de uitkering na te komen, doen de deelnemers een beroep op de verzekering. Het fonds verkoopt dan als het ware de activa in het pensioenfonds tegen A aan de sponsors en geeft de opbrengst door aan de gepensioneerden. In ruil voor het afgeven van deze garantie hebben de sponsors vastgelegd dat ze aanspraak maken op de overreserves in het pensioenfonds. Daarbij is het van belang dat er ook een voorwaardelijke indexatie-toezegging is gedaan die afhankelijk is van het beleggingsresultaat. Het ambitieniveau van de voorwaardelijke toezegging bedraagt i en kan bijvoorbeeld gekoppeld zijn aan de (verwachte) prijsinflatie of loonontwikkeling. De sponsor eist de overreserves pas op als deze ambitie volledige wordt nagekomen. In dat geval bedraagt de (geïndexeerde) uitkering aan de deelnemers R , waarbij $R = Ae^{iT}$. De marktwaarde van de beleggingen van het pensioenfonds wordt aangegeven met W . Indien op tijdstip T deze marktwaarde van de beleggingen groter is dan A maar kleiner dan R , dan ontvangen de deelnemers W . Tabel 1 vat de rechten van de deelnemers en de rechten en verplichtingen van de sponsor samen.

Tabel 1 Uitkering bij voorwaardelijk indexatiebeleid

	Marktwaarde beleggingen op T		
	$W < A$	$A \leq W \leq R$	$W > R$
Sponsor betaalt	$A - W$	-	-
Deelnemer ontvangt	A	W	R
Sponsor ontvangt	-	-	$W - R$

In tabel 1 worden twee opties herkend.⁵ Het pensioenfonds heeft een put-optie met uitoefenprijs A . De waarde van deze optie is gelijk aan $P(A) = \max[A - W; 0]$. In dit voorbeeld komt de sponsor onvoorwaardelijk de uit deze optie voortvloeiende verplichtingen na. Omdat het pensioenfonds daarmee altijd aan zijn nominale verplichting kan voldoen, is het vereiste eigen vermogen van het fonds nihil. Daarnaast heeft het pensioenfonds een call-optie geschreven met uitoefenprijs R . Immers, bij forse koersstijgingen van de beleggingen worden deze tegen die uitoefenprijs aan de sponsor verkocht. De opbrengst is dan voldoende om de gepensioneerden een conform het ambitieniveau geïndexeerd pensioen te geven. De waarde van de call-optie is gelijk aan $C(R) = \max[W - R; 0]$. Op basis van deze uitgangspunten kan het bestuur van het pensioenfonds het risicoprofiel van het fonds optimaliseren. Dit is het *mismatch*karakter van het fonds. Merk op dat dit tevens de enige sturingsvariabele van het fonds is: de omvang van de beleggingen (W), de nominale rechten (A) en de indexatieambitie (i) zijn gegeven. Het fonds handelt in het belang van de deelnemers door de marktwaarde van het surplus in het fonds te maximaliseren. Het fonds kan daarin sturen door het risicoprofiel van het fonds, aange-

⁵ Een put-optie geeft het recht een bepaalde onderliggende waarde te verkopen tegen een vooraf vastgestelde prijs. Een call-optie geeft het recht tot koop tegen een vastgestelde prijs. De zogenoemde schrijver van een optie heeft de plicht tot afname (bij een put) dan wel levering (bij een call) als de koper daarom vraagt. Wanneer het pensioenfonds een put-optie koopt op de beleggingsportefeuille, heeft het fonds het recht de beleggingen te verkopen tegen de vooraf bepaalde verkoopprijs.

duid met σ , te veranderen. Het surplus (I) is gelijk aan de marktwaarde van bezittingen minus de marktwaarde van de verplichtingen (Sharpe, 1976). In formulevorm:

$$I = W + P(A) - Ae^{-rT} - C(R)$$

Voor het gemak nemen we aan dat de initiële dekkingsgraad gelijk is aan 100 procent. Dat wil zeggen dat $W = Ae^{-rT}$. In dit geval, *waarin wordt aangenomen dat de sponsors onvoorwaardelijk garant staan*, kan de marktwaarde van het surplus (I) ook geïnterpreteerd worden als de marktwaarde van de voorwaardelijke indexatietoezegging met ambitieniveau i . De marktwaarde van het indexatiecontract is maximaal als:

$$\frac{\partial I}{\partial \sigma} = 0 \Rightarrow \sigma^* = \sqrt{i}$$

In de appendix wordt de afleiding van het optimale risicoprofiel gegeven. Dit optimale risicoprofiel wordt slechts bepaald door de indexatieambitie. Bij een ambitie van 2 procent per jaar komt het optimale profiel uit op 14 procent. Ter vergelijking: de standaarddeviatie van een gediversifieerde internationale aandelenportefeuille waarvan het valutarisico is afgedekt, bedraagt ongeveer 18 procent. Opvallend is dat het optimum onder de hier gehanteerde veronderstellingen onafhankelijk is van de looptijd. Een langere looptijd van het pensioencontract maakt een hoger *mismatchrisico* niet meer of minder aantrekkelijk. Dit resultaat heeft algemene betekenis. Het geldt ook wanneer aandelenrendementen zich op langere termijn rond een vast gemiddelde bewegen (*mean reversion*). Immers, de optimale strategie is gebaseerd op arbitragecondities die ten grondslag liggen aan optiewaarderingsmodellen zoals dat van Black en Scholes (1973). Deze zijn gebaseerd op de *law of one price* en daarmee geldig onafhankelijk van het werkelijke stochastische proces van het gemiddelde (Bodie, 1995).

Een bijzonder geval is het ontbreken van een indexatieambitie, dus $i = 0$ en $R = A$. Het pensioenfonds heeft in dat geval alleen nominale verplichtingen op de balans staan. De combinatie van de optie tot onvoorwaardelijke premieverhoging en premierestitutie zorgt ervoor dat de waarde van de beleggingen op tijdstip T exact en met volledige zekerheid gelijk is aan A . Dit is de uit de optietheorie bekende put-call-pariteit en is equivalent aan een situatie waarin het pensioenfonds exact in de replicerende portefeuille belegt, te weten een risicovrije *zero coupon* obligatie met nominale waarde A en looptijd T .

Bovenstaande analyse is uiteraard een sterke vereenvoudiging van de werkelijkheid. In de praktijk geldt dat de aanspraak op toekomstige premiebijstorting minder stevig is.⁶ Mocht onverhoopt een tekort in het fonds ontstaan dan zal op dat moment de financiële positie en de bereidheid van de sponsor bepalend zijn of en zo ja in hoeverre het tekort wordt aangezuiverd. Anders gezegd, als er geen onvoorwaardelijke garantie van de sponsor ligt is de marktwaarde van de premiebijstortingsoptie beperkt. Dit is het gevolg van het sponsorrisico. De aanspraak die de sponsor heeft op premiekorting

6 Opties die worden verhandeld via een gereguleerde beurs kennen in beginsel geen of slechts een beperkt tegenpartijrisico. De zogenaamde *marginverplichting* draagt hiervoor zorg. De schrijver van een optie dient geld op een geblokkeerde rekening aan te houden. Een alternatief is dat een deel van een bestaande beleggingsportefeuille door de bank van de optieschrijver hiertoe wordt gereserveerd.

(wanneer aan de indexatieambitie is voldaan) is echter wel hard. Dit verschil in karakter betekent dat in de praktijk het optimale risicoprofiel lager ligt:

$$\text{Sponsorisico} \Rightarrow \sigma^* < \sqrt{i}$$

Het pensioenfonds kan *ceteris paribus* minder risico op de balans nemen omdat de kwaliteit van de sponsorgarantie lager is. Ter afdekking van risico's houdt het pensioenfonds een buffer aan. Deze buffer zorgt ervoor dat het fonds meer risico kan nemen en dat schokken in eerste aanleg op de balans van het fonds worden opgevangen. Voor een gemiddeld pensioenfonds, zoals dat nu wordt waargenomen, bedraagt de vereiste buffer bij een zekerheidsmaat van 97,5 procent ongeveer 30 procent van de marktwaarde van de nominale verplichtingen. Het betreft hier een pensioenfonds dat voor de helft in zakelijke waarden belegt en waarvan het looptijdenverschil tussen de nominale verplichtingen en de vastrentende beleggingen ongeveer 10 jaar is. Voor dit pensioenfonds is het, ter afsluiting van dit artikel, inzichtelijk om naar het aspect premievolatiliteit te kijken.

6 Beheersing van premievolatiliteit

Ook bij de aanwezigheid van voldoende buffers is er immers altijd wisselwerking tussen pensioenfonds en sponsor. Bij ontoereikende buffers is er opwaartse druk op de premies, bij overvloedige buffers kan er gekort worden op de premie. De balansrisico's die het fonds neemt leiden dus tot premievolatiliteit.

Premievolatiliteit werkt in beginsel verstorend (Westerhout *et al.*, 2004). Het effect van premieschokken op de economie en de arbeidsmarkt neemt bovendien toe omdat het pensioenvermogen stijgt in verhouding tot de loonsom. Dit is het effect van de vergrijzende samenleving. Om inzicht te verwerven in de mogelijkheden om premieschokken te voorkomen is het doorgronden van de oorzaken belangrijk. Daartoe worden hier enkele berekeningen getoond op basis van een stochastisch *asset-liability*-model. Daarbij wordt uitgegaan van een gemiddelde pensioenregeling met de volgende kenmerken (tabel 2):

Tabel 2 Kenmerken gemiddelde pensioenfonds

Kenmerk	Invulling
Type regeling	Middellood met voorwaardelijke loonindexatie voor actieven en inactieven, ouderdomspensioen en nabestaandenpensioen
Opbouwpercentage	1,75% per jaar
Pensioenleeftijd	65 jaar
Grondslag	GBMV met 2 jaar leeftijdterugstelling
Duration verplichtingen	16 jaar
Beleggingsbeleid	50% zakelijke waarden en 50% vastrentende waarden met looptijd 5 jaar
Actuele dekkingsgraad pensioenfonds	122% ten opzichte marktwaardeverplichtingen

Op basis van deze uitgangspunten wordt vervolgens gevarieerd in het voorwaardelijke indexatiebeleid en de wijze waarop de premie wordt berekend. Ten aanzien van de indexatieregels worden de volgende mogelijkheden beschouwd, die gerelateerd zijn aan de nominale dekkingsgraad op marktwaarde:

- Lineaire korting op indexatie tussen 105 en 130 procent, boven 130 procent premiekorting.
- Lineaire korting op indexatie tussen 105 en 130 procent, boven 150 procent premiekorting.
- Lineaire korting op indexatie tussen 105 en 150 procent, boven 150 procent premiekorting.

In alle varianten wordt onder een nominale dekkinggraad van 105 procent niet geïndexeerd. Wanneer de dekkinggraad zich tussen de 105 en de 130 procent bevindt wordt lineair gekort op volledige loonindexatie in de varianten a en b. In model c wordt pas bij een nominale dekkinggraad van 150 procent volledig conform de loonontwikkeling geïndexeerd. Tevens zijn er afspraken gemaakt over premiekorting. In de variant a is dat reeds vanaf een dekkinggraad van 130 procent, bij de modellen b en c is dat pas wanneer de actuele waarde van de bestaande onvoorwaardelijke rechten anderhalf keer is gedekt door de actuele waarde van de aanwezige middelen.

Ten aanzien van de premies geldt dat de totale door het pensioenfonds te ontvangen premie de som is van de kostendeekkende premie voor de inkoop van nieuwe rechten plus een positief of negatief bedrag dat samenhangt met de financiële positie van het pensioenfonds. Onder een dekkinggraad van 105 procent wordt het verschil in één periode bijgestort, conform de Hoofddijennota (Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 2004a). Ingeval van een solvabiliteitsstekort wordt 1/15e van de omvang van het reservetekort bij de premie opgeteld. Dit is afgeleid van de voorgeschreven maximale duur van het herstelplan van 15 jaar. Boven de genoemde grenzen van 130 respectievelijk 150 procent wordt 1/15e deel van de overreserve in mindering gebracht op de premie.

In lijn met de Uitwerkingsnota (Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 2004b) worden tot slot drie keuzemogelijkheden geschetst ten aanzien van de disconteringsvoet ter bepaling van de kostendeekkende premie voor de inkoop van nieuwe rechten. Keuze 1 is geen stabilisatie, dat wil zeggen de kostendeekkende premie wordt bepaald op basis van de actuele rentetermijnstructuur. Alternatief 2 is enige stabilisatie van de disconteringsvoet door een 10-jaars voortschrijdend gemiddelde van de rentetermijnstructuur te nemen, aangeduid met VG. Keuzemogelijkheid 3 is een vaste disconteringsvoet van 3,5 procent. In totaal zijn er 9 onderzochte varianten. In tabel 3 worden enige resultaten gepresenteerd.⁷ Enerzijds wordt de volatiliteit (in termen van standaarddeviatie op jaarbasis) van de drie premiecomponenten gerapporteerd, anderzijds wordt de kans op onderdekking inzichtelijk gemaakt.

Tabel 3. Inzicht in premievolatiliteit

Variant	Standaarddeviatie op jaarbasis van de verschillende premiecomponenten en totale premie				Gemiddelde kans op onderdekking
	Kosten-dekkende premie	Herstel solvabiliteit in 15 jaar	Herstel onderdekking in 1 jaar	Totale premie	
105-130, 130, markttrente	3,5	2,7	4,1	8,4	4,6
105-130, 130, 10 jaars VG	2,1	2,8	4,7	7,5	5,2
105-130, 130, vast disconto	1,0	2,8	5,1	7,5	6,0
105-130, 150, markttrente	3,4	1,8	3,4	7,1	3,7
105-130, 150, 10 jaars VG	2,1	1,9	4,1	6,4	4,3
105-130, 150, vast disconto	0,9	1,9	4,4	6,4	5,0
105-150, 150, markttrente	3,3	1,7	2,8	6,4	2,8
105-150, 150, 10 jaars VG	2,0	1,8	3,4	5,7	3,2
105-150, 150, vast disconto	0,8	1,8	3,8	5,6	3,8

7 De berekeningen zijn uitgevoerd door ALM consultant Ortec te Rotterdam in opdracht van De Nederlandsche Bank in het kader van onderzoek ten behoeve van de FTK Uitwerkingsnota.

Ter toelichting op tabel 3 het volgende. De variant in de eerste regel beschrijft het model waarin de lineaire indexatiekorting loopt van 105 tot 130 procent dekking; volledige loonindexatie en gedeeltelijke premiekorting worden gegeven vanaf 130 procent dekking en als discontovoet voor de kostendekkende premie wordt de actuele rentetermijnstructuur gehanteerd.

Het eerste dat opvalt in de tabel is de hoge kans op onderdekking. Dit is te verklaren uit het feit dat het hier gemodelleerde pensioenfonds start vanuit de situatie van een reservetekort. Bij aanvang is de dekkinggraad 122 in plaats van de vereiste 130 procent. Dit komt ongeveer overeen met de huidige stand van zaken. Vervolgens wordt opgemerkt dat de volatiliteit in de kostendekkende premie, uiteraard, wordt verlaagd door de gehanteerde disconteringsvoet te stabiliseren. Deze reductie is aanzienlijk. De volatiliteit bij gebruik van actuele rentestanden ligt tot 3,5 maal hoger ten opzichte van de vaste disconteringsvoet.

De standaarddeviatie van de herstellpremie die verband houdt met een reservetekort in de tweede kolom, staat los van de gehanteerde disconteringsvoet voor de kostprijsdekkende premie. Wel zijn de karakteristieken van de indexatiestafel relevant. In de eerste variant wordt reeds volledig geïndexeerd bij een nominale dekkinggraad van 130 procent, in het tweede en derde model pas bij 150 procent dekking. Hierbij is het goed om te bedenken dat een eenmaal toegekende indexatie een onvoorwaardelijk recht is geworden. Het wordt vervolgens in de noemer van de dekkinggraad opgenomen. Het fonds dat kiest voor het eerste indexatiekortingsmodel ziet zijn onvoorwaardelijke verplichtingen relatief snel groeien. Uit de stochastische berekeningen volgt logischerwijs dat een dergelijke financiële opzet, mede gelet op de lage aanvangsdekkinggraad, vaker tot een situatie van een reservetekort leidt. Er is dientengevolge ook meer beweeglijkheid in deze herstellpremie. Deze ligt ongeveer 1 procentpunt boven de volatiliteit van het fonds dat kiest voor een stafel die doorloopt tot 150 procent.

De belangrijkste oorzaak van premievolatiliteit is echter vrijwel altijd herstel van onderdekking. Hier spelen twee effecten een rol. Ten eerste dient onderdekking binnen de periode van een jaar te zijn opgeheven. Ten tweede, en nog belangrijker, is niet alleen de kans op onderdekking van belang, maar ook de mate van onderdekking (in de bankenwereld ook wel aangeduid met *probability of default* respectievelijk *loss given default*). Pensioenfonds die in hun financiële streven naar een dekkinggraad in de buurt van de minimaal vereiste zullen niet alleen vaker met een tekort worden geconfronteerd, ook de omvang van het onverhoopte tekort neemt daardoor toe. Dit weegt zwaar door in de hier weergegeven resultaten. Het pensioenfonds met de stafel tot 130 procent en de vaste disconteringsvoet voor de kostendekkende premie heeft hier het meeste last van. Het gaat dan om de maximaal aanvaardbare kans dat een pensioenfonds op korte termijn met een situatie van onderdekking wordt geconfronteerd. In deze situatie komt de nakoming van de pensioenverplichtingen immers zwaar onder druk als de sponsor(s) niet in staat of bereid is/zijn om het tekort te financieren.

Uiteindelijk gaat de aandacht vooral uit naar de schommelingen in de totale te ontvangen premie. De hierboven getoonde uitkomsten van simulaties laten zien dat deze op twee manieren te reduceren is. Enerzijds door in de kostendekkende premie de actuele marktrente te vervangen door een stabiele disconteringsvoet. Anderzijds door minder snel volledig te indexeren en minder snel tot premierestitutie over te gaan.

7 Tot slot

Het pensioenstelsel drijft op ingewikkelde relaties tussen de verschillende belanghebbenden. De kern is dat een pensioenfonds een relatie legt tussen de kapitaalmarkt en de arbeidsmarkt. Via de verplichtstelling dragen de actieve en toekomstige generaties deels de oudedagsrisico's van de post-actieven. Evenwel, de actieve en toekomstige generaties zijn risicoavers. In ruil voor het dragen van risico eisen ze een marktconforme vergoeding. De toezichthouder is er om deze belangen te verdedigen. Om hier goed zicht op te krijgen is een consistente waardering van zowel beleggingen als verplichtingen een belangrijke voorwaarde. Tussen pensioenfonds en sponsor(s) ligt een relatie die loopt via de premie. In dit artikel zijn enige mogelijkheden verkend om sterke premiefluctuaties te voorkomen. Het opbouwen van voldoende buffers en het opvangen van risico's via indexatiekorting zijn in dit verband de belangrijkste.

Literatuur

- Black, F., and M. Scholes (1973), The Pricing of Options and Corporate Liabilities, *Journal of Political Economy*, 81(3), 637-659
- Bodie, Z. (1995), On the Risk of Stocks in the Long Run, *Financial Analysts Journal*, 51(3), 18-22
- Exley, C.J., S.J.B. Mehta, and A.D. Smith (1997), *The Financial Theory of Defined Benefit Pension Schemes*, www.gemstudy.com
- Kleynen, R.H.M.A. (1996), *Asset Liability Management binnen pensioenfondsen*, Tilburg: Katholieke Universiteit Brabant
- Jin, L., R.C. Merton, and Z. Bodie (2004), *Do a Firm's Equity Returns Reflect the Risk of its Pension Plan?*, NBER Working Paper 10650, Cambridge MA: NBER
- Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (2004a), *Hoofdpijnen voor de regeling van het financiële toezicht op pensioenfondsen in de Pensioenwet*, nota, Den Haag: Ministerie van SZW
- Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (2004b), *Nadere uitwerking van de nota met de "Hoofdpijnen voor de regeling van het financiële toezicht op pensioenfondsen in de Pensioenwet"*, nota, Den Haag: Ministerie van SZW
- Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (2005), *Handleiding indexatiematrix*, Den Haag: Ministerie van SZW
- Ponds, E.H.M. (2003), Pension Funds and Value-Based Generational Accounting, *Journal of Pension Economics and Finance*, 2(3), 295-325
- Sharpe, W.F. (1976), Corporate Pension Funding Policy, *Journal of Financial Economics*, 3(3), 183-193
- Sijben, J.J. (2003), Beursgevoelige pensioenfondsen moeten zich gedisciplineerder gedragen, *Pensioen Magazine*, 8(4), 10-14
- Westerhout, E., M. van de Ven, C. van Ewijk, en N. Draper (2004), *Naar een schokbestendig pensioenstelsel. Verkenning van enkele beleidsopties op pensioengebied*, CPB Document 67, Den Haag: Centraal Planbureau

Appendix

De marktwaarde van het surplus (I) in het voorbeeld in de tekst is gelijk aan:

$$I = W + P(A) - Ae^{-rT} - C(R).$$

Het fonds heeft beleggingen en het recht om premies te verhogen. Daar tegenover staan de nominale pensioenrechten en de toezegging om de overreserves in het fonds terug te storten naar de sponsor. De sturingsvariabele van het fonds is σ , het risicoprofiel van de beleggingen. Deze wordt onder andere bepaald door de allocatie van de *assets* en door de *duration mismatch* van het fonds. Het fondsbestuur kiest deze *asset*-allocatie zodanig dat het de marktwaarde van het surplus in het fonds maximaliseert:

$$\frac{\partial I}{\partial \sigma} = 0 \Rightarrow \frac{\partial P(A)}{\partial \sigma} = \frac{\partial C(R)}{\partial \sigma}.$$

De marktwaarde van de beleggingen (W) en de marktwaarde van de nominale verplichtingen Ae^{-rT} worden niet beïnvloed door het beleggingsbeleid dat het fonds kiest, de marktwaarde van de beide opties daarentegen wel. De indexatieambitie van het fonds wordt aangeduid met i . De dekkingsgraad van het fonds (de marktwaarde van de beleggingen gedeeld door de marktwaarde van de nominale verplichtingen) is 100 procent, dus $W = Ae^{-rT}$, oftewel de uitoefenprijs van de put-optie is ook te schrijven als $A = We^{rT}$. Gedurende de looptijd van het pensioencontract doet het fonds geen enkele uitkering en is er ook niet de mogelijkheid van de voortijdige uitoefening van beide optiecontracten. Dit laat toe om het waarderingsmodel van Black en Scholes (1973) te gebruiken. De eerste afgeleide van de optieprijs naar de *volatility* is de zogenaamde 'vega' van de optie. Voor Europese opties op niet-dividend betalende aandelen is deze gegeven door $Wn(d_1)\sqrt{T}$, waarbij $n(d_1)$ staat voor de kansdichtheid van de standaard normale verdeling: $n(d_1) = \frac{e^{-0,5d_1^2}}{\sqrt{2\pi}}$. Er geldt:

$$\frac{\partial P(A)}{\partial \sigma} = \frac{\partial C(R)}{\partial \sigma} \Rightarrow \frac{e^{-0,5d_{1,P}^2}}{\sqrt{2\pi}} = \frac{e^{-0,5d_{1,C}^2}}{\sqrt{2\pi}} \Rightarrow d_{1,P}^2 = d_{1,C}^2,$$

waarbij

$$d_{1,P} = \frac{\ln(W/W_0e^{rT}) + (r + 0,5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}} = \frac{0,5\sigma^2T}{\sigma\sqrt{T}}, \text{ en}$$

$$d_{1,C} = \frac{\ln(W/W_0e^{(r+i)T}) + (r + 0,5\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}} = \frac{-iT + 0,5\sigma^2T}{\sigma\sqrt{T}}.$$

Invullen in $d_{1,P}^2 = d_{1,C}^2$ geeft:

$$[0,5\sigma^2T]^2 = [-iT + 0,5\sigma^2T]^2 \Rightarrow \sigma^2 = i.$$

Conferenties

In deze rubriek komen verslagen, toespraken of papers van conferenties aan bod.

Pension plan design for the future: heeft het pensioenstelsel de toekomst?

A.G. Oerlemans en E.H.M. Ponds*

1 Inleiding

Het Nederlandse pensioenstelsel wordt alom gezien als behorend tot de beste van de wereld. Maar heeft het ook de toekomst? Wereldwijd zijn pensioenstelsels in beweging. In vele landen vinden aanpassingen plaats in de richting van meer individuele pensioenregelingen. Op 25 en 26 april 2005 hebben ABP en PGGM in samenwerking met Integrated Finance Limited en NIBCcapital de tweedaagse conferentie *Pension Plan Design for the Future* in Scheveningen georganiseerd met in totaal meer dan 250 participanten.¹ Bij deze conferentie stond de vraag centraal of en zo ja in hoeverre de bestaande opzet van pensioenregelingen via pensioenfondsen herijkt moet worden op nieuwe ontwikkelingen en behoeften.

2 Nederland in perspectief

In Nederland nemen collectieve pensioenregelingen een belangrijke plaats in in de ouderdomsvoorziening. Voorafgaand aan de conferentie *Pension Plan Design for the Future* is de deelnemers door middel van stellingen gevraagd zich uit te spreken over de houdbaarheid van dit stelsel op de lange termijn. De deelnemers bestonden uit directie- en bestuursleden van pensioenfondsen, maar ook uit pensioenprofessionals en -adviseurs afkomstig van de overheid, het bedrijfsleven, de advieswereld en de wetenschap. Op de vraag of de huidige *defined benefit* (DB)-pensioenplannen over 15 jaar vervangen zullen zijn door *defined contribution* (DC)-pensioenplannen, antwoordde ruim eenderde van de respondenten bevestigend. Bijna tweederde was echter van mening dat dit niet het geval zal zijn. Slechts minder dan 5 procent van de respondenten was van mening dat individuele pensioenproducten overbodig zijn naast het bestaande collectieve pensioen. Maatwerk is dus gewenst. Circa 90 procent van de respondenten ziet echter een probleem: zij constateren dat consumenten niet goed in staat zijn om zelf hun pensioenvermogen te beheren. De meeste mensen zouden (dan) eindigen met een te laag pensioen. Een kleine 40 procent van de respondenten vond het nuttig om consumenten in staat te stellen hun *defined benefit*-pensioen voor een individueel maatwerkpensioen in te ruilen, terwijl ruim 60 procent dit afwees. Dit selectieve onderzoek laat zien dat er heel gemengd wordt gedacht over de mogelijke veranderingen in het stelsel.² Hoe zien de feiten eruit?

* Respectievelijk NIBCcapital Financial Markets, alwin.oerlemans@nibcapital.com, en Directie Financiën ABP, e.ponds@abp.nl.

1 Zie <http://www.abp.nl/abp/abp/overabp/ppf.asp> voor de conferentiepresentaties en achtergrondartikelen.

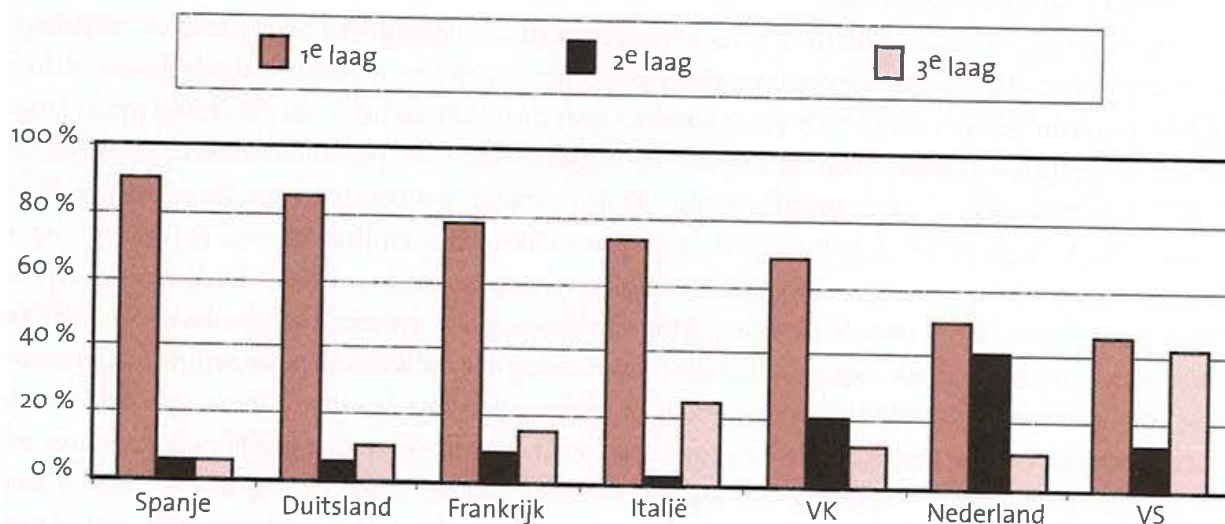
2 Vergelijk ook het artikel van Bovenberg in dit nummer voor een kritische evaluatie van bestaande pensioencontracten.

Figuur 1 laat zien dat Nederland zich internationaal onderscheidt door een relatief groot belang van de tweede laag (collectief pensioen) in het pensioengebouw en een beperkte betekenis van de eerste laag (overheidspensioen). In Nederland is circa 40 procent van het oudedagsinkomen afkomstig van het werknemerspensioen, tegen minder dan 5 procent in Duitsland, Italië en Spanje. De eerste laag in Nederland is een voor ieder gelijk pensioen (AOW) met als ambitie dat elke ingezetene vanaf 65 jaar tenminste een minimum inkomen heeft.

De opzet van de eerste laag staat in Nederland niet ter discussie. Wel worden regelmatig voorstellen gedaan om te komen tot een hogere pensioenleeftijd of een ander beleid van periodieke indexatie. In een aantal landen vindt binnen de eerste laag een verschuiving plaats van omslaggedekte pensioenen naar kapitaalgedekte individuele pensioenen. Zweden en Groot-Brittannië zijn in Europa aansprekende voorbeelden. In de afgelopen maanden is een intens debat gevoerd in de Verenigde Staten om de *Social Security* aldaar deels om te zetten in kapitaalgedekte individuele regelingen. Andere voorbeelden zijn te vinden in zich ontwikkelende markten in Zuid-Amerika en Oost-Europa. Van deze landen is Chili het bekendste voorbeeld, dat begin jaren tachtig radicaal overstapte naar een dergelijk stelsel met inmiddels een omvang van 50 procent van het BBP (Piñera, 2001).

Tot de tweede laag worden de werknemerspensioenen gerekend, bestaande uit de collectieve regelingen verzorgd door pensioenfondsen en verzekeraars. In Nederland gaat het hierbij vooral om *defined benefit*-regelingen in de vorm van eindloon- en middelloonregelingen. De betekenis van individuele regelingen, vaak *defined contribution* genoemd, is klein, minder dan 5 procent. In die tweede laag is in Nederland het belang van DB-regelingen verzorgd door pensioenfondsen met bijna 100 procent zeer groot. In een aantal landen met van oudsher een sterke rol voor pensioenfondsen, waaronder het VK en de VS, is in de afgelopen jaren een grote aanpassing geweest in de richting van DC-regelingen. Figuur 1 brengt de verschillen in de pensioensystemen in een aantal landen in beeld.

Figuur 1 Internationale vergelijking lagen pensioengebouw (in % van het totaal)



Bron: Börsch-Supan 2001, CPB

3 Drijvende krachten

Er is sprake van een wereldwijde trend naar meer pensioensparen op individuele basis (Piñera, 2001). Dit is in Nederland – nog – niet direct zichtbaar. Wat zijn de krachten achter deze ontwikkeling? Onderstaand wordt een aantal van deze krachten besproken.

Vergrijzing

Door de daling van de geboortecijfers en de toeneming in de verwachte levensduur is sprake van een trend naar vergrijzing van de bevolking. Hierdoor nemen de kosten van omslaggedekte pensioenen sterk toe. In sommige landen wordt met een gedeeltelijke overstap naar kapitaalgedekte individuele pensioenen een deel van de kosten en risico's van omslaggedekte overheidspensioenen verplaatst naar individuen.

Onderkenning kosten en risico's van geïndexeerde pensioenen

Een belangrijke ontwikkeling vandaag de dag is de invoering van nieuwe regels op het vlak van de verslaglegging, de zogenaamde International Financial Reporting Standards (IFRS). In het Verenigd Koninkrijk zijn vergelijkbare regels, genaamd FRS-17, reeds enige jaren geleden ingevoerd. De Verenigde Staten kennen soortgelijke accountingregels al veel langer. Deze nieuwe regels, die in de buurt komen van *fair value accounting*, maken beter dan de oude regels zichtbaar wat de omvang is van de risico's in de financieringsopzet en de kosten van een geïndexeerd pensioen. De onderkenning van de kosten en risico's van een pensioentoezegging en verantwoording daarvan op de ondernemingsbalans heeft tal van ondernemingen in het buitenland aangezet tot omzetting van *defined benefit*-regelingen in individuele regelingen.³ Risico's worden daarbij verschoven van de onderneming naar de individuele deelnemers.

Ook in Nederland wordt dit door verschillende ondernemingen overwogen. Dit onderwerp is hoog op de agenda gekomen na de terugval in aandelenkoersen en de daling van de nominale en reële rentevoeten in de afgelopen jaren, die duidelijk hebben gemaakt wat de ware lasten zijn van een geïndexeerd pensioen en de bijbehorende risico's. In Nederland wordt vaak slechts aan een gedeeltelijke individualisering gedacht, bijvoorbeeld dat vanaf een bepaalde inkomensgrens de pensioenopbouw wordt geïndividualiseerd of dat de opbouw voor alle werknemers deels collectief en deels individueel plaatsvindt. Andere oplossingen die Nederlandse bedrijven overwegen om de doorwerking van de kosten en risico's van pensioenregelingen te beperken zijn ten eerste afstemming van de beleggingsrisico's op die van de verplichtingen (*matching*) en ten tweede overdracht van de verplichtingen aan derden, zoals bedrijfstakpensioenfondsen of verzekeraars.

Individualisering en heterogeniteit

Veel pensioenregelingen stammen uit de jaren vijftig. Er wordt vaak aangegeven dat de inhoud van die regelingen vooral een weerspiegeling is van de omstandigheden van die periode, waarbij een uniforme regeling passend was voor een homogene groep van werknemers (*kostwinner-model, one size fits all*). Vandaag de dag zou dat niet langer de situatie zijn, doordat sprake is van een trend naar heterogeniteit in wensen en achtergronden van de betrokken werknemers. Belangrijk is ook de almaar toenemende arbeidsmobiliteit die zich slecht zou verhouden tot traditionele pensioenregelingen. Dergelijke argumenten worden vaak gehanteerd om te pleiten voor meer maatwerk en keuze bij pensioenen en dat zou dan vooral geregeld moeten worden door pensioenen meer op individuele grondslag in te richten. De vraag hierbij is wel of dat moet gebeuren in de vorm van *defined contribution* zonder meer. Wat zijn de *lessons from abroad* in deze?

3 Zie Blij en De Boer (2003).

4 Lessons from abroad

Eerder is aangegeven dat in landen met traditioneel een sterke rol voor pensioenfondsen (VK en VS) sprake is geweest van een overstap van *defined benefit*-regelingen naar individuele regelingen. Ook is in een aantal landen individualisering doorgevoerd in de eerste laag (Chili, Groot-Brittannië, Zweden). Wat is te leren van de ervaringen in deze landen met individuele pensioenregelingen?⁴

Falen van het individu: Behavioural finance

Een belangrijke les is dat de meeste individuen er niet in slagen om eigenstandig de goede beslissingen te nemen ten aanzien van vragen als:

- Hoeveel moet ik sparen voor de oude dag?
- Op welke wijze dienen de besparingen te worden belegd?
- Hoe moet het opgebouwde kapitaal worden omgezet in periodiek inkomen tijdens de oude dag?

De *lessons from abroad* in deze zijn kortweg samen te vatten met de stelling dat volledige keuzevrijheid en grote flexibiliteit leiden tot te weinig pensioeninkomen met vaak de verkeerde verzekeringskarakteristieken (voorzover die al aanwezig zijn). Dit falen is allereerst terug te voeren op de complexiteit van een goede planning van sparen en consumeren over de levensloop heen. Zelfs financiële professionals blijken vaak te falen wat betreft de opbouw van hun eigen oudedagsvoorzieningen. Daarnaast spelen allerlei tekortkomingen van het individu zelf een grote rol, waaronder:⁵

- Onvermogen om eigen voorkeuren te onderkennen, waardoor geen heldere doelen kunnen worden geformuleerd wat betreft het sparen voor de oude dag.
- Overschatting van de eigen vaardigheden als belegger om tot superieure rendementen te komen.
- Onderschatting van de risico's die inherent verbonden zijn aan beleggen in zakelijke waarden.
- Gebrek aan zelfdiscipline, waardoor men teveel consumeert in het heden en te weinig spaart voor later.
- Het hebben van meer keuzemogelijkheden wordt door economen en psychologen vaak gezien als welvaartsverhogend, maar in de praktijk blijkt juist dat meer keuze tot inactiviteit leidt en diensten-gevolge volgen individuen simpelweg de hun voorgelegde opties.

Belang van goede redesign

Aanpassingen in pensioenregelingen zijn in de regel onomkeerbaar. Daarom dient hier zorgvuldig mee te worden omgesprongen en dienen de aanpassingen vooraf op hun toekomstvastheid gewogen te worden. Een voorbeeld hoe het niet moet is Groot-Brittannië.⁶ De Britse hervormingen vonden plaats in de jaren tachtig en negentig onder Thatcher en werden ingegeven door de wens om duurder pensioenen als gevolg van de voorziene vergrijzing te voorkomen. Het overheidsbelang in de pensioenvoorzieningen werd teruggebracht en de individuen zouden via goede prikkels en steun zelf het ontstane gat moeten opvullen. Dit gebeurde niet. Er werd niet ter compensatie meer gespaard. De overheidsbezuinigingen zullen op termijn leiden tot een daling van het gemiddelde oudedagsinkomen met gemiddeld 30 procent in 2035.⁷ Meer keuze en meer individualiteit kunnen kostbaar zijn. James (2005) laat zien hoe bepalend de opzet van pensioenregelingen is voor de kosten. In Groot-Brittannië eigenen tussenpersonen en verzekeraars zich 20 tot 30 procent van de beleggingsopbrengsten toe. In

4 Zie Munnell en Sundén (2004), Mitchell en Utkus (2004) en Blake (2003).

5 Deze gedragseffecten worden in de nieuwe discipline *behavioural finance* bestudeerd (zie ook Mitchell en Utkus, 2004).

6 Zie ook Financial Times (2005).

7 Pensions Commission (2004), ook bekend als Commissie-Turner.

Zweden vallen de uitvoeringskosten van de individuele regelingen in de eerste laag substantieel lager uit. In dit land bedragen zij toch nog ruim 0,7 procent van het belegd vermogen per jaar. Na 40 jaar leidt deze kostenpost tot 15 procent minder pensioen (Sundén, 2004). Voor individuele pensioenoplossingen in Chili en Australië worden vergelijkbare kostenpercentages genoemd. Ter vergelijking, bij de grote pensioenfondsen in Nederland bedragen de uitvoeringskosten van de regeling minder dan 0,1 procent van het belegd vermogen en de kosten van vermogensbeheer circa 0,3 procent van het belegd vermogen. Lage uitvoeringskosten voor administratie en beheer zijn cruciaal voor het succes van welk pensioenstelsel dan ook.

Belang van sturing en begeleiding: standaardinstellingen

Individuele tekortkomingen bij de keuze van pensioenparameters (bijvoorbeeld over de beleggingsmix) kunnen ook ten voordele worden gebruikt en wel als volgt. Bied bij individuele regelingen een aantal standaardinstellingen aan die gericht zijn op het realiseren van de gewenste uitkomsten. Deze standaarden, vaak de *default option* genoemd, kunnen dan betrekking hebben op de jaarlijkse premie-inleg, de beleggingsmix en de wijze van conversie van het opgebouwde pensioenkapitaal in periodiek inkomen na pensionering. Veel deelnemers zullen de standaardinstellingen als het ware automatisch volgen en daardoor uiteindelijk tot een redelijke pensioenopbouw kunnen komen.

De gewenste uitkomsten dienen bij voorkeur te worden gedefinieerd als toekomstig inkomen in termen van koopkracht, dat wil zeggen in reële in plaats van nominale termen. Een pensioenuitkering in de vorm van een bepaald koopkrachtvast bedrag per maand (bovenop of inclusief de AOW-uitkering) biedt daarbij de meeste duidelijkheid aan deelnemers.

De *default option* zou ideaaliter gecombineerd moeten worden met *opting out*, dat wil zeggen dat individuen moeten kunnen uitstappen wanneer zij dat willen, om vervolgens hun mix van oudedagsvoorzieningen op eigen wijze in te richten. Echter, de teleurstellende ervaringen in de Verenigde Staten met zelfbeheerde individuele pensioenvoorzieningen hebben daar geleid tot een discussie over de vraag in hoeverre de vrijheid van de betrokkenen moet worden ingeperkt, bijvoorbeeld door slechts een beperkt aantal zorgvuldig doordachte beleggingsstrategieën toe te staan en bijvoorbeeld door betrokkenen te verplichten het pensioenkapitaal (ten dele) om te zetten in een lijfrente. Individualisering met sturing dus. De Amerikanen hebben hier inmiddels ook een uitdrukking voor bedacht, te weten *libertair paternalisme*.

5 Financiële markten en de rol van financiële innovatie: garanties en inkomensproducten

Financiële markten en partijen spelen een belangrijke rol in het transparant maken van pensioenbeloften en het beheersen van de risico's verbonden aan het beleggen voor pensioen. Het matchen van pensioenverplichtingen vormt zowel in een context van *defined benefit* als van *defined contribution* een uitdaging van formaat. Het beperkte aanbod van obligatie-instrumenten met een lange looptijd en/of een inflatiegerelateerde coupon vormt hierbij een aandachtspunt. Een kentering is echter zichtbaar. De Europese overheden spelen in op de grotere vraag van institutionele beleggers naar langlopende leningen. Onlangs kwam de Franse overheid met een nieuwe vijftigjarige lening. De meeste grote Europese landen (Groot-Brittannië, Duitsland, Italië, Spanje) hebben recent langlopende obligaties uitgegeven. Ook de Nederlandse overheid heeft in april 2005 opnieuw een dertigjarige lening uitgebracht. De markt voor indexleningen is nog beperkt, maar daarin komt eveneens beweging. Naast Groot-Brittannië, Frankrijk, Italië en Griekenland, wordt verwacht dat ook Duitsland indexobligaties gaat uitgeven. Nederland heeft vooralsnog geen gebruik gemaakt van indexleningen, maar als de vraag toeneemt, zullen indexleningen vanzelf een aantrekkelijk financieringsinstrument van de overheid worden. Overheden zijn in staat de huidige

financiële markten met de uitgifte van indexleningen comple(e)t(er) te maken. Zij hebben een unieke positie om dit te doen, omdat belastinginkomsten positief gecorreleerd zijn met de loonontwikkeling (Wellink, 2005). Tot nog toe blijft de uitgifte van inflatiegerelateerde beleggingsproducten beperkt, zowel in termen van landen die deze uitgeven als van de omvang in verhouding tot de potentiële vraag.

Pensioenfondsen zullen van grote betekenis blijven zolang financiële markten niet in staat zijn gewenste zekerheden bij pensioensparen aan te bieden, zoals ruime beschikbaarheid van verzekeringen tegen inflatie- en inkomensrisico's. Het risicodraagvlak van een groot collectief binnen een pensioenfonds heeft laten zien een goede basis te zijn om die zekerheden te creëren. Desalniettemin is het bij vraagstukken rond *redesigning pension plans* van belang na te gaan wat de betekenis kan zijn van financiële markten. De ontwikkelingen in theorie en praktijk sinds de jaren zeventig van met name de derivatenmarkten (opties, swaps, futures) zijn beloftevol (Merton, 2003; Bodie, 2003), maar de garanties die verkregen kunnen worden zijn vooralsnog op beperkte schaal beschikbaar en slechts tegen relatief hoge kosten. Pensioenfondsen vervullen een essentiële rol in het verzekeren van langlevensrisico (*longevity risk*). In de markt is het moeilijk om dit risico te verzekeren, terwijl door toegenomen kennis in de medische wetenschap en betere gezondheid en voeding mensen steeds langer zullen leven.

In de komende jaren zijn veel nieuwe producten te verwachten die zijn gericht op de pensioenmarkt. Daarbij gaat het zowel om beleggingsproducten als annuïteitenproducten, die uitkeren en verzekeren combineren. Beleggingsproducten zullen meer dan voorheen gericht zijn op het matchen van langetermijnverplichtingen en daarbij zowel geschikt zijn voor toepassing in collectieve plannen als voor de spaarfase van individuele plannen. Annuïteitenproducten zullen zowel voor collectieve plannen (portefeuilles) als individuele plannen tot verdere ontwikkeling komen. De verwachting is gerechtvaardigd dat de markten voor annuïteiten zich zullen verbreden door langere looptijden te bieden.

Per saldo zal de aandacht verschuiven van producten die zich concentreren op de opbouwfase van vermogen ten behoeve van een toekomstige pensioenuitkering naar producten die zich op de uitkeringsfase concentreren.⁸ Duidelijkheid over een koopkrachtvast inkomen na een nader te bepalen pensioendatum staat daarbij voorop. Deze producten zullen naar de consument toe eenvoudig moeten zijn van opzet, ook al worden complexe financiële instrumenten ingezet om deze producten te construeren. Door de toegenomen welvaart onder ouderen zullen de mogelijkheden toenemen om persoonlijk vermogen (zowel financiële waarden als overwaarde in de eigen woning) naar keuze in te zetten om pensioeninkomen aan te vullen.

6 Herijking rol pensioenfondsen nodig?

Pensioenfondsen vormen belangrijke partijen in het financiële stelsel. Zij bieden schaalvoordelen van formaat in termen van *asset management*, administratie en het dragen van risico's. Ook genieten zij een hoge mate van vertrouwen bij participanten. Recent onderzoek naar de pensioenvoorkeuren in Nederland op basis van een representatieve groep door De Nederlandsche Bank komt tot de volgende conclusies: "*Risk aversion is domain dependent and highest in the pension domain. The vast majority is in favour of compulsory saving for retirement and favours a defined benefit pension system. If offered a combined defined benefit/defined contribution system, the majority would like to have a guaranteed pension income of 70% or more of their net labour income. Self-assessed risk tolerance and financial expertise are important explanatory variables of pension system attitude. (...) As far as the policy implications are concerned, it is obvious that respondents would not be happy with a change over from a defined benefit to a defined contribution system with*

⁸ Zie ook Hunt, Ramji en Walker (2005), en Tielman en Oerlemans (2005).

more freedom of choice. They do not want to and feel they are unable to control retirement savings".⁹ Uit dergelijk onderzoek blijkt het vertrouwen van het publiek in een collectief pensioenstelsel en de desbetreffende instituties.

Er is derhalve voldoende reden om de zekerheden van een collectiviteit te koesteren. Het collectief heeft nog steeds grote waarde naast het alternatief van de vrije markt. Belangrijk is dan ook de vraag wat de goede balans is tussen zekerheid en maatwerk. Ook is het van belang aan te geven wat de verantwoordelijkheid is van de individuele werknemer en hoeveel en op welke wijze pensioen wordt gewaarborgd in een collectieve regeling met risicodeling. Binnen de collectieve regeling is van belang dat er een goede balans bestaat tussen de verschillende groepen deelnemers: solidariteit binnen en tussen groepen deelnemers is belangrijk, maar langdurige systematische overdrachten van de ene naar de andere groep zijn hierbij ongewenst.

Zekerheid met keuze zal een vernieuwing van de rol van pensioenfondsen betekenen. Ook zullen de overheid en de sociale partners zich anders moeten opstellen dan voorheen. Welke richting dit precies opgaat is nog niet duidelijk. Onderstaand staat een aantal alternatieven die de diverse denkrichtingen aangeven op het vlak van zekerheid met keuze:

- *Collectieve basis met aanvulling.* Het pensioenfonds verzorgt een brede collectieve basisregeling waar bovenop individuele aanvullingen mogelijk zijn. Er is sprake van enerzijds een zeker basisinkomen en anderzijds is er ruimte voor maatwerk via de individuele aanvullingen.
- *Individuele regelingen met begrensde keuze.* Het individu draagt in principe de risico's en ontvangt voor zijn of haar pensioenopbouw een vaste bijdrage, maar de betrokkene wordt sterk gestuurd (via *default options*) of gereguleerd (libertair paternalisme) bij het bepalen van het uiteindelijke pensioeninkomen en de risico's die hij daarbij wil aangaan.
- *Opting out: eenvoud met risicodifferentiatie.* Individuen verschillen onderling evenwel in de mate van risicoprofiel en mate van risicoaversie. Degenen die meer risico kunnen en/of willen nemen dan de collectieve regeling, zouden hierin tegemoet moeten worden gekomen. Risicodifferentiatie zou als volgt kunnen worden geregeld. Het pensioenfonds voert een eenvoudige regeling uit en het beleid is gericht op een zeker pensioeninkomen dat gerealiseerd kan worden met een relatief hoge premie-inleg in combinatie met een eenvoudige mix met weinig of geen risico (indexeringen). Voor de deelnemers die dat willen wordt de mogelijkheid van *opting out* geboden, bijvoorbeeld de mogelijkheid om tijdens de opbouw premies riskant te beleggen en op het moment van pensionering kapitaal om te zetten in aanspraken bij het pensioenfonds of bijvoorbeeld door de mogelijkheid aan te bieden de indexatie van de aanspraken afhankelijk te laten zijn van de *performance* van een riskante beleggingsportefeuille. Andere optionaliteit kan worden gecreëerd in bijvoorbeeld verzekeringsaspecten met betrekking tot partner of nabestaanden.

7 Slot

Na afloop van de conferentie *Pension Plan Design for the Future* zijn de deelnemers opnieuw om hun mening gevraagd over ontwikkelingen in de sector. Ook na de conferentie verwachtten circa drie op de tien deelnemers dat huidige *defined benefit*-pensioenplannen over 15 jaar zullen zijn vervangen door *defined contribution*-pensioenplannen. Nog slechts een vijfde van de respondenten gaf aan dat consumenten in staat moeten worden gesteld om een *defined benefit*-pensioen in te ruilen voor individueel maatwerk. Dit was voorafgaand aan de conferentie circa 40 procent. Ook stelden we een aantal extra vragen, aansluitend bij het thema van de conferentie. Negen van de tien respon-

⁹ Van Rooij, Kool en Prast (2004), 25-26.

denten verwachtten dat door IFRS ondernemingspensioenfondsen eerder dan bedrijfstakpensioenfondsen zullen overstappen op *defined contribution*. Ten aanzien van deelnemers werd (opnieuw) aangegeven dat deze meer individueel maatwerk willen (ruim 60 procent), maar ook kwam naar voren dat de deelnemers meer belang (meer dan 70 procent) hechten aan (1) de mogelijkheid tot beïnvloeding van de hoogte van hun pensioen door langer te werken en (2) volledige indexatie van aanspraken, ook al leidt dat tot een hogere premie. De noodzaak tot het *matchen* van pensioenverplichtingen met beleggingen werd door zeven op de tien respondenten onderschreven. Over solidariteit werd genuanceerd gedacht. Ruim de helft was het eens met de stelling dat beëindiging van de verplichtstelling het einde zou betekenen van het Nederlandse pensioenstelsel. Ruim tweederde van de respondenten was echter van mening dat systematische intergenerationele overdrachten van jongeren naar ouderen de houdbaarheid van het pensioenstelsel aantasten. Vier op de tien deelnemers vond dat pensioenfondsen zich moeten concentreren op collectieve regelingen en geen individueel maatwerk moeten bieden en als die maatwerkproducten er zijn dan moeten pensioenfondsen daarmee kunnen concurreren met verzekeringsmaatschappijen (*fifty-fifty*).

De komende jaren zal de dynamiek binnen de sector onverminderd groot blijven. De uitdaging voor de pensioensector is daarbij om toekomstvaste wegen te vinden om genoemde vraagstukken rond keuzevrijheid voor deelnemers, intergenerationele overdrachten, beleggen op lange termijn, innovaties op financiële markten, veranderingen in zeggenschap en communicatie in te vullen. Deze conferentie gaf aan deze discussies een impuls.

Literatuur

- Blake, D. (2003), *Pension Schemes and Pension Funds in the United Kingdom*, 2nd ed., Oxford: Oxford University Press
- Blij, I., and A. de Boer (2003), Pension Accounting: A Changing World, *Tijdschrift voor Corporate Finance*, 8(3-4), 43-57
- Bodie, Z. (2003), Thoughts on the Future: Life-Cycle Investing in Theory and Practice, *Financial Analysts Journal*, 59(1), 24-29
- Börsch-Supan, A. (2001), International Comparison of Household Savings Behaviour: A Study of Life Cycle Savings in Seven Countries, *Research in Economics*, 55(1), 1-14
- Financial Times (2005), Cheques and Balances: America Takes Heed of the British Pensions 'Disaster', Comment & Analysis, *Financial Times*, March 1
- Hunt, D.A., S. Ramji, and P.B. Walker (2005), Taking the Risk Out of Retirement, *The McKinsey Quarterly*, 2, 72-81
- James, E. (2005), *Implementing Personal Accounts: Lessons from Thirty Countries*, paper gepresenteerd op de conferentie "Pension Plan Design for the Future", Scheveningen, 25 en 26 april 2005, <http://www.abp.nl/abp/abp/overabp/ppf.asp>
- Merton, R.C. (2003), Thoughts on the Future: Theory and Practice in Investment Management, *Financial Analysts Journal*, 59(1), 17-23
- Mitchell, O.S., and S.P. Utkus (Eds.) (2004), *Pension Design and Structure, New Lessons from Behavioural Finance*, Oxford: Oxford University Press
- Munnell, A., and A. Sundén (2004), *Coming up Short, The Challenge of 401(k) Plans*, Washington DC: Brookings Institution Press
- Pensions Commission (2004), *Pensions: Challenges and Choices, The First Report of the Pensions Commission*, London: The Stationary Office, <http://www.tso.co.uk/bookshop>
- Piñera, J. (2001), *Liberating Workers: The World Pension Revolution*, Cato's Letters No. 15, Washington DC: Cato Institute

- Rooij, M. van, C. Kool, and H. Prast (2004), *Risk-return Preferences in the Pension Domain: Are People Able to Choose?*, DNB Working Paper No. 25, Amsterdam: DNB
- Sundén, A. (2004), *How Do Individual Accounts Work in the Swedish Pension System?*, An Issue in Brief, No. 22, Boston: Center for Retirement Research, Boston College
- Tielman, J., and A.G. Oerlemans (2005), Looking for the Third Way, *Investment and Pensions Europe Netherlands*, May, 16-17
- Wellink, A.H.E.M. (2005), *Pensioen in beweging: Nederland in internationaal perspectief*, openingsvoordracht op de conferentie "Pension Plan Design for the Future", Scheveningen, 25 en 26 april 2005, <http://www.abp.nl/abp/abp/overabp/ppf.asp>

Verschenen

In deze rubriek worden recent verschenen boeken, onderzoeksrapporten en beleidsadviezen op het terrein van de openbare financiën c.q. de economie van de publieke sector aangekondigd. Aanmeldingen voor deze rubriek bij de eindredacteur (adres: zie binnenzijde omslag).

Boeken

- S.J.C. Hemels, *Door de muze omhelsd. Een onderzoek naar de inzet van belastingsubsidies voor kunst en cultuur in Nederland*, proefschrift Universiteit Leiden, Nijmegen: Wolf Legal Publishers, mei 2005, 476 pp.
- M.H. Meijerink en G.D. Minderman, *Naar een andere publieke sector. Hybriditeit en een andere wijze van publieke taakvervulling*, Public Controlling reeks 8, Den Haag: Sdu Uitgevers, december 2004
- Ronald van Oosterom en Jaap Slootmaker (red.), *Agentschappen: actualiteiten. Voortgaande professionalisering van de uitvoering bij het Rijk*, Public Controlling reeks 7, Den Haag: Sdu Uitgevers, december 2004, 128 pp.
- M. Ridderbos (red.), *De outputgefinancierde overheidsorganisatie. Een praktische handleiding voor de transformatie van input- naar outputfinanciering*, Public Controlling reeks 9, Den Haag: Sdu Uitgevers, april 2005, 92 pp.

Adviesraad voor het Wetenschaps- en Technologiebeleid (AWT)

De waarde van weten. De economische betekenis van universitair onderzoek, Advies 62, april 2005

Algemene Rekenkamer

- Functioneren Kustwacht Nederland*, rapport, april 2005
- Aanpak lokaal veiligheidsbeleid*, rapport, april 2005
- Garanties, leningen en deelnemingen van het Rijk*, rapport, april 2005
- Zorg voor integriteit. Een nulmeting naar integriteitszorg in 2004*, rapport, april 2005
- Beloning van hogere ambtenaren van het Rijk*, rapport, april 2005
- Rechtmatigheidsonderzoek 2004*, rapport, mei 2005
- Staat van de beleidsinformatie 2005*, rapport, mei 2005
- Rapporten bij het Jaarverslag 2004*, 25 rapporten bij de Jaarverslagen van de departementen en de begrotingsfondsen, mei 2005
- Rijk verantwoord 2004*, rapport, mei 2005

CentER for Economic Research

Marc Goergen, Marina Martynova and Luc Renneboog, *Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation Reforms in Europe*, Discussion Paper 2005-63, april 2005

Centraal Planbureau (CPB)

- C.J.J. Eijgenraam, *Veiligheid tegen overstromen. Kosten-batenanalyse voor Ruimte voor de Rivier*, deel 1, Document 82, april 2005
- J. Ebregt, C.J.J. Eijgenraam en H.J.J. Stolwijk, *Kosten-effectiviteit van maatregelen en pakketten. Kosten-batenanalyse voor Ruimte voor de Rivier*, deel 2, Document 83, april 2005
- Machiel Mulder, Victoria Shestalova and Mark Lijesen, *Vertical Separation of the Energy-distribution Industry. An Assessment of Several Options for Unbundling*, Document 84, april 2005
- Machiel van Dijk, Richard Nahuis and Daniel Waagmeester, *Does Public Service Broadcasting Serve the Public? The Future of Television in the Changing Media Landscape*, Discussion Paper 43, april 2005
- Willemien Kets and Gerard Verweij, *Non-CO₂ Greenhouse Gases. All Gases Count*, Discussion Paper 44, april 2005
- Annemiek van Vuren and Daniel van Vuuren, *Financial Incentives in Disability Insurance in the Netherlands*, Discussion Paper 45, april 2005
- Annemiek van Vuren, *Publieke of private uitvoering van arbeidsongeschiktheidsregelingen. Casestudie verzekering van beroepsrisico's in de VS*, Memorandum 117, april 2005
- Casper van Ewijk en George Gelauff, *Geen uitverkoop van de gulden*, Memorandum 118, mei 2005
- Position paper rondetafelgesprek WIA*, Notitie 75, april 2005
- Kosten-batenanalyse zeetoegang IJmuiden, een second opinion*, Notitie 76, april 2005
- 'Level playing field' in de WGA in 2006*, Notitie 77, april 2005
- Beleidsvarianten huishoudelijke dienstverlening*, Notitie 78, april 2005
- Economische effecten van verschillende vormen van prijsbeleid voor het wegverkeer*, Notitie 79, mei 2005

Centrum voor Onderzoek van de Economie van Lagere Overheden (COELO)

M.A. Allers, C. Hoeben, J.Th. van der Veer en E. Gerritsen, *Atlas van de lokale lasten 2005*, april 2005

Ministerie van Economische Zaken

Naar een cultuur van ondernemerschap in (semi-)publieke sectoren, rapport, april 2005

Benchmark gemeentelijk ondernemingsklimaat, rapport met bijlage, mei 2005

Raad voor de financiële verhoudingen (Rfv)

Aanpassing verdeelmodel inkomensdeel Wet Werk en Bijstand, advies, april 2005

Wet Werk en Bijstand, werkdeel, advies, april 2005

Raad voor de Volksgezondheid en Zorg (RVZ)

Medische diagnose als voorbehouden handeling?, advies 05/06, mei 2005

J.B.J. Drewes, *Het preventieconcert. Signalement over internationale vergelijking van publieke gezondheid*, Signalement 05/01, 2005

Houdbare solidariteit in de gezondheidszorg, Signalement 05/02, april 2005

Bestrijding van vrouwelijke genitale verminking, rapport VGV 05/01, maart 2005

Research voor Beleid

Arnoud van Petersen, Suzanne den Tuinder en Félicie van Vree, *Evaluatie beleidsvisie Traumazorg*, rapport B 2905, december 2004

Ellen Verveen, Marco Zuidam en Mirjam Engelen, *Quick scan sollicitatieplicht ouderen*, rapport B 2991, februari 2005

Sonja van der Kemp en Marianne Kloosterman, *Het aanbod van kinderopvang per eind 2004*, rapport B2994, maart 2005

Ellen Verveen en Eva Mandos, *Belemmeringen sluitende aanpak*, rapport B 2973, mei 2005

Ruimtelijk Planbureau

Barrie Needham, *Een andere marktwerking. Een verkenning van de mogelijkheden bij het Nederlandse ruimtelijk beleid*, rapport, 2005

Frank van Oort, Mark Thissen and Leo van Wissen (Eds.), *A Survey of Spatial Economic Planning Models in the Netherlands. Theory, Application and Evaluation*, rapport, mei 2005

Sociaal-Economische Raad (SER)

Voorstellen deregulering WW, Briefadvies, april 2005

Ondernemerschap voor de publieke zaak, Advies 2005/04, april 2005

Toekomstbestendigheid Werkloosheidswet, Advies 2005/05, april 2005

Ontslagpraktijk en Werkloosheidswet, Advies 2005/06, april 2005

Advies over de Dienstenrichtlijn, Advies, mei 2005

Sociaal en Cultureel Planbureau (SCP)

Ineke A.L. Stoop, *De jacht op de laatste respondent*, Special, mei 2005

Andries van den Broek, Frank Huysmans en Jos de Haan, *Cultuurminnaars en cultuurmijders. Trends in de belangstelling voor kunsten en cultureel erfgoed*, Publicatie 2005/7, mei 2005

Ineke A.L. Stoop, *The Hunt for the Last Respondent. Nonresponse in Sample Surveys*, Report 2005/8, mei 2005

B. Kuhry, *Maten voor gemeenten 2005*, Publicatie 2005/11, mei 2005

Stichting Economisch Onderzoek (SEO)

B.E. Baarsma, *Nederland Toezichtland: een economisch perspectief*, rapport 792, mei 2005

Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR)

Vertrouwen in de buurt, Rapport aan de Regering 72, maart 2005

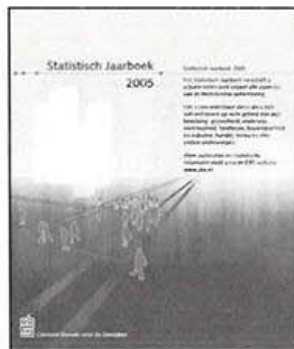
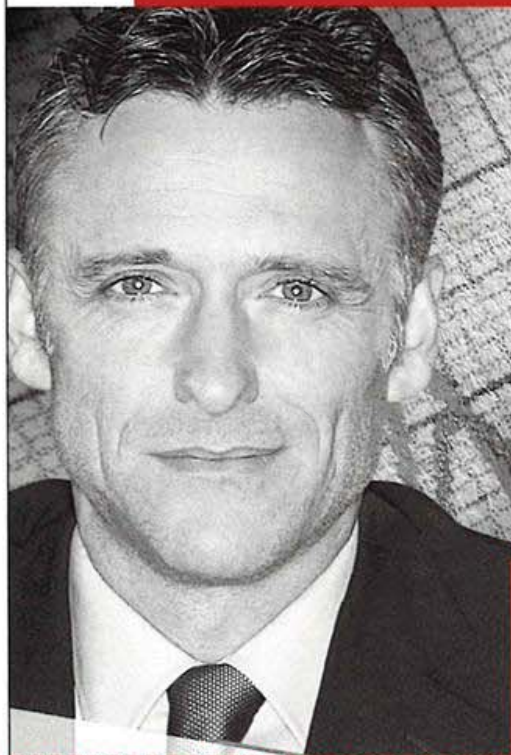
Godfried Engbersen, Erik Snel en Afke Weltevrede, *Sociale herovering in Amsterdam en Rotterdam. Een verhaal over twee wijken*, Verkenning 8, april 2005

C.A. Hazeu, N.G.J. Boonstra, M. Jager-Vreugdenhil en P. Winsemius, *Buurtinitiatieven en buurtbeleid in Nederland anno 2004. Analyse van een veldonderzoek van 28 casussen*, Webpublicatie 9, april 2005

W.A.M. Vollebergh, *Geestelijke gezondheid van adolescenten: een voorstudie*, Webpublicatie 10, april 2005

Aart C. Liefbroer en Jimena Puy, *De transitie naar volwassenheid en de rol van het overheidsbeleid: een vergelijking van institutionele arrangementen in Nederland, Zweden, Groot-Brittannië en Spanje*, Webpublicatie 11, maart 2005

Statistisch Jaarboek 2005



Abonnement: CBSAZ4
Prijs: € 15,-

ISBN: 9035728564
Prijs: € 17,50

Ook verkrijgbaar
via de boekhandel

Herkent u graag nieuwe trends en ontwikkelingen? En wilt u niet voor verrassingen komen te staan in uw vakgebied? Dan is het *Statistisch Jaarboek 2005* voor u een must!

Een goed (cijfermatig) zicht op de Nederlandse samenleving

Het *Statistisch Jaarboek*, uitgegeven door het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS), biedt u het meest uitgebreide cijfermatige overzicht van de Nederlandse samenleving. Het is een goed hulpmiddel als u zich snel wilt oriënteren op welk gebied dan ook. De tabellen en grafieken in deze uitgave bevatten cijfers over meerdere jaren. Zo herkent u eenvoudig nieuwe trends en ontwikkelingen.

**Bestel via www.sdu.nl
of bel
(070) 378 98 80**

de snelste link naar uw vakgebied

Sdu UITGEVERS

BEHOEFTE AAN FINANCIËLE DIEPGANG?

FINANCIËLE & MONETAIRE STUDIES

FINANCIËLE EN MONETAIRE STUDIES

DE ECONOMIE VAN HET MAATSCHAPPELIJK VERANTWOORD BELEGGEN

Bert Scholtens



DE ECONOMIE VAN HET MAATSCHAPPELIJK VER- ANTWOORD BELEGGEN

Dr. Bert Scholtens

jaargang 23, nr. 1

ISBN 90 59 31403 4

€ 15,-

Wilt u op de hoogte blijven in uw vak, maar ontbreekt het u aan tijd om diepgaande studies door te nemen? In *Financiële & Monetaire Studies* worden actuele financiële en monetaire vraagstukken compact en zeer toegankelijk uiteengezet door gezaghebbende auteurs.

Financiële & Monetaire Studies verschijnt vier keer per jaar. De uitgaven zijn in abonnementsvorm of per los exemplaar verkrijgbaar.

Wat kunt u nog meer verwachten in 2005? Andere onderwerpen die dit jaar aan de orde komen zijn pensioenfondsen, geldscheppingswinst en regels voor monetair beleid.

Abonnementen

Particulieren	€ 47,- per jaar
Instellingen	€ 75,- per jaar
Losse exemplaren	€ 15,- per stuk

De uitgaven zijn los verkrijgbaar bij de uitgever en in de boekhandel.

Verkoop en informatie kunt u contact opnemen met uitgeverij Lemma:

t 030 219 20 75

f 030 251 24 96

e infodesk@lemma.nl

i www.lemma.nl


LEMMA