

# Drie sturingsmodellen voor de aanvullende pensioenen

De inrichting van het financieel toetsingskader (FTK) voor de aanvullende pensioenen start met de definitie van pensioenaanspraken. De aanspraken bepalen de eigendomsrechten van deelnemers en vormen de basis voor het toezicht. Er kunnen drie sturingsmodellen worden onderscheiden: het rechtenmodel, het rekeningmodel en het stuurparametermodel. Het sturingsmodel is ook bepalend voor de wijze van waardering van de aanspraken. Helderheid over het sturingsmodel kan veel van de verwarring in het pensioendebat wegnemen.

**N**a het pensioenakkoord is een discussie losgebrand over hoe het nieuwe pensioenstelsel uitpakt voor verschillende generaties. Veel aandacht gaat daarbij uit naar de discontovoet waarmee pensioenaanspraken worden gewaardeerd. Deze discussie is verwarrend. Niet omdat er geen overeenstemming bestaat over de vraag hoe pensioenaanspraken technisch gezien gewaardeerd moeten worden – daar is de theorie eenduidig over – maar omdat onduidelijk is wat nu eigenlijk pensioenaanspraken zijn en welke rol zij vervullen binnen het pensioencontract. Daarnaast lopen in de discussie ook de invulling van het pensioencontract op fondsniveau en de vormgeving van het toezicht, het financieel toetsingskader (FTK), door elkaar. Door de discussie te verplaatsen van de techniek van het pensioencontract naar de inrichting van het stelsel als geheel, kunnen deze zaken ontrafeld worden. Er komt dan meer nadruk op de principes en minder op de precieze invulling van de regels.

## Principes in plaats van regels

In de pensioendiscussie gaat veel aandacht uit naar de verdeling van de lasten en lusten

over generaties: sommigen vrezen dat jongeren de dupe zijn van het pensioenakkoord, terwijl anderen juist wijzen op de aantasting van rechten van de ouderen. Dit heeft geleid tot een zoektocht naar waarderingsregels waarbij recht wordt gedaan aan de pensioenaanspraken van deelnemers. Dit is voer voor economen, maar niet voor beleidsmakers en regelgeving. Een eenvoudige regel zal hier moeilijk te vinden zijn, maar dat is ook niet nodig. Veel belangrijker is het om de normen voor de verdelings-effecten vast te leggen. Een logische kandidaat is het beginsel van “generatie-neutraliteit”. Volgens dit beginsel mag een contractwijziging niet leiden tot substantiële verschuivingen in de verdeling van de waarde van de pensioenen voor de verschillende deelnemers (Bovenberg *et al.*, 2011). Dit principe kan worden opgelegd voor het invaren van oude rechten in nieuwe rechten, maar ook voor iedere nieuwe wijziging in de toekomst. Omdat ook een verandering in de beleggingsmix een verandering van het pensioencontract is, biedt dit principe ook een waarborg tegen het gevaar dat fondsen in de verleiding kunnen komen om de positie van ouderen te verbeteren door over te gaan op een risicovollere beleggingsstrategie. De markwaardering van te verwachten pensioenen vormt een goede maatstaf voor de bepaling van de generatie-effecten. Het beginsel van generatie-neutraliteit betekent dat het nieuwe pensioencontract voor iedere deelnemer dezelfde marktwaarde heeft als het oude contract. In termen van marktwaarde is iedere contractwijziging een *zero sum game*. Het beginsel van generatie-neutraliteit is onverenigbaar met het beginsel van actuair faair pensioenen dat Kocken (2011) lijkt te willen opleggen aan het nieuwe pensioencontract. De eenvoudige reden is dat het huidige contract verre van actuair faair is (Bonenkamp, 2009).

CASPER VAN EWYJK  
Hoogleraar aan de  
Universiteit van  
Amsterdam en werkzaam bij het Centraal Planbureau

## Drie sturingsmodellen

In het nieuwe pensioencontract vervallen de harde nominale aanspraken en komen daar risicodragende “zachte” rechten voor in de plaats. Hoe deze zachte rechten gedefinieerd worden en welke de rol zij gaan spelen binnen het nieuwe pensioencontract, moet echter nog uitgewerkt

worden. Voordat helder is wat een aanspraak is, is iedere discussie over de waardering of discontering van die aanspraken zinloos. De interpretatie van aanspraken hangt direct samen met het sturingsmodel dat voor de aanvullende pensioenen wordt gekozen. Er kunnen drie modellen worden onderscheiden.

Ten eerste is er het rechtenmodel waarbij – conditionele – aanspraken expliciet worden gedefinieerd en fondsen moeten zorgen dat de rechten worden waargemaakt. Een tweede model is het rekeningmodel waarbij de aanspraken worden vastgelegd in de vorm van een individuele portefeuille van activa. Ten derde is er het stuurparametermodel waarbij aanspraken indicatief worden vastgelegd (pensioenpunten) en worden gecombineerd met een stelsel van beleidsregels voor fondsen. Ieder model kan collectief worden ingevuld en kan dezelfde pensioenuitkomsten met dezelfde mate van intergenerationale risicodeling opleveren; alleen het sturingsmechanisme en het toezicht erop is anders. Het huidige pensioencontract is een mix van het eerste en het laatste model: aanspraken vormen enerzijds een recht in de vorm van een “harde” nominale ondergrens, en anderzijds vormen de aanspraken de basis van een sturingsstelsel met beleidsregels (staffels) die op langere termijn erop gericht zijn om een bepaald reëel niveau van de pensioenen te bereiken. Het eerste model wordt bepleit door Bovenberg *et al.* (2011). Voorbeelden van het tweede systeem zijn te vinden in Maleisië en in zekere zin ook in Denemarken waar een mix wordt nagestreefd tussen individuele rechten en collectieve risicodeling. Het derde model lijkt het beste aan te sluiten bij het pensioenakkoord

## Voordat helder is wat een aanspraak is, is iedere discussie over de waardering of discontering van die aanspraken zinloos

zoals dat door de sociale partners is verwoord. Ter wille van de duidelijkheid worden de drie modellen strikt neergezet; in de praktijk kunnen elementen van het ene model ook in andere modellen worden opgenomen.

### *Aanspraken als rechten*

In het rechtenmodel geven fondsen een expliciete toezegging aan hun deelnemers die eenduidig gedefinieerd is in termen van economische variabelen. De aanspraak is een conditionele aanspraak, namelijk gekoppeld aan waarneembare variabelen zoals de

prijswontwikkeling, de rente of de AEX. Hieronder vallen dus zowel harde nominale aanspraken als reële aanspraken, of aanspraken gekoppeld aan de ontwikkeling van de AEX of een andere financiële index. De kern is dat de aanspraak is geconditioneerd op waarneembare variabelen. De pensioenuitkomst is daarmee afhankelijk van de ontwikkeling in deze onderliggende variabelen. Het zijn “harde” aanspraken in de zin dat het fonds ze moet waarmaken. Het kunnen echter wel risicovolle aanspraken zijn, namelijk voor zover de onderliggende variabelen onzeker zijn. Om de toezeggingen waar te maken kan het fonds ze afdekken of voldoende solvabiliteitsbuffers aanhouden. Dit is vergelijkbaar met het regime dat voor verzekeraars geldt en past ook binnen internationale kaders als Solvency II.

Communicatie van deze aanspraken vergt bijzondere aandacht. Een eenvoudige conditionele toezegging, bijvoorbeeld een nominale of welvaartvaste aanspraak, is goed aan de deelnemer uit te leggen. Moeilijker wordt dat bij complexe aanspraken die afhankelijk zijn van veel variabelen. Dat laatste is wat Bovenberg *et al.* (2011) voor ogen staat. De communicatie kan dan niet meer volstaan met de omschrijving van de aanspraken, maar moet zich richten op de pensioenuitkomsten die daaruit voortvloeien, dus in termen van de verwachting en de spreiding van de pensioenuitkeringen. Communicatie over verwachte uitkomsten en spreiding daarvan vereist uitspraken over de kansverdeling van de onderliggende variabelen. Om te voorkomen dat fondsen te rooskleurige vooruitzichten schetsen, ligt het voor de hand dat hiervoor binnen het FTK richtlijnen worden opgesteld. Vanwege het complexe karakter zal bij de waardering van de aanspraken ook niet kunnen worden volstaan met eenvoudige disconteringsregels, maar zijn complexere berekeningen noodzakelijk, zeker wanneer ook de waarde van niet op de markt verhandelde risico's, zoals collectief langlevensrisico of macro-economisch loonrisico, moeten worden bepaald.

De pensioenuitkomsten zullen overigens niet een-op-een overeenkomen met de aanspraken. Door de aanwezigheid van buffers zullen de werkelijk verwachte pensioenen gemiddeld hoger liggen. De aanspraken vormen de toestandsafhankelijke (*state contingent*) ondergrens van de werkelijke pensioenuitkomst. Via de buffers kan ook een zekere mate van risicodeling tussen huidige en toekomstige deelnemers worden gerealiseerd. Het beleid kan hier invloed op uitoefenen door eisen te stellen aan bijvoorbeeld de hersteltermijnen. Het toezicht richt zich in

dit model echter primair op de eis dat pensioenfondsen de aanspraken met een redelijke mate van zekerheid waarmaken. Hieruit volgen eisen voor de aan te houden solvabiliteitsbuffer. Ook zal het toezicht eisen stellen aan de communicatie naar de deelnemers en ervoor waken dat er niet te rooskleurige pensioenuitkomsten worden voorgespiegeld.

#### *Aanspraken in termen van een individuele rekening*

In het tweede model worden aanspraken gedefinieerd in termen van een portefeuille van financiële activa, die op rekening van de deelnemer staan. Eenvoudig gezegd, voor iedere deelnemer wordt een rekening bijgehouden waarop het toegerekende bezit wordt vermeld. De deelnemer stort zijn premie op deze rekening en het fonds schrijft jaarlijks het rendement op de rekening bij. Om te voorkomen dat de rendementen op deze rekeningen te veel fluctueren, houdt het fonds een buffer aan die wordt ingezet om schokken uit te smeren. In slechte tijden plust het fonds het feitelijke rendement op de individuele rekeningen bij, en in goede tijden wordt dat weer afgeroomd. Met de buffer zorgt het fonds op deze manier voor intergenerationele risicodeling. Deze “egaliseringsreserve” heeft dus een andere functie dan de solvabiliteitsbuffer in het besproken rechtenmodel. De buffer kan ook worden benut om niet op de markt verhandelde risico's te verdelen, bijvoorbeeld door ouderen meer reële zekerheid te bieden en af te schermen van langlevensschokken. Hier hoort ook een andere vorm van toezicht bij. Bij de egaliseringsbuffer moet erop gelet worden dat deze op een faire manier wordt ingezet ten behoeve van verschillende generaties, en in het bijzonder dat geen onevenredig beroep wordt gedaan op toekomstige deelnemers, wat de continuïteit van het fonds kan bedreigen.

De portefeuille kan in specifieke activa luiden, maar het ligt meer voor de hand om hem uit te drukken in deelname in de risicodragende bezittingen van het fonds, dan wel de vastrentende bezittingen van het fonds. Dit is vergelijkbaar met deelname aan diverse beleggingsfondsen. De samenstelling van deze individuele portefeuille kan variëren over de levenscyclus. Zo kan voor jongeren een meer risicovolle portefeuille worden aangehouden en voor de ouderen een risicomijdende.

Het fonds is op deze manier een combinatie van individuele aanspraken en een collectieve buffer. De buffer kan worden gevoed vanuit de premies of vanuit de rendementen. Omdat het huidige doorsneebeleid een overheveling inhoudt van de jong naar oud, vereist generatieneutrale invoering van dit model, dat een deel van de premie van jongeren in de buffer wordt gestort, terwijl de oudere werknemers een subsidie uit de buffer ontvangen. De buffer faciliteert zo ook het omslagelement van het huidige pensioenstelsel. Het saldo op die individuele rekening vormt nu de basis van het systeem, ook in de communicatie naar de deelnemers. Naast vermelding van het saldo moet het fonds ook inzicht

**Bij de egaliseringsbuffer moet erop gelet worden dat deze op een faire manier wordt ingezet ten behoeve van verschillende generaties, en in het bijzonder dat geen onevenredig beroep wordt gedaan op toekomstige deelnemers**

geven in de pensioenuitkomsten die daarmee kunnen worden bereikt. Dit is vergelijkbaar met de communicatie van verzekeraars over beleggingsrekeningen. Ook hier zullen in het FTK normen moeten worden gesteld aan de rendementen die mogen worden voorgespiegeld. Net als in het eerste model zullen de werkelijke pensioenuitkomsten bij een positieve buffer hoger liggen dan direct uit de aanspraken volgt, omdat immers ook de opbrengst op

de buffer onder de deelnemers wordt verdeeld. Dit kan worden opgevat als een vorm van winstdeling.

#### *Aanspraken als stuurparameter*

In het derde model hebben aanspraken een formeel karakter. Zij dienen als basis voor de beleidsregels (staffels) van het fonds. De aanspraken zijn een vorm van “pensioenpunten” en zeggen niet direct iets over het te verwachten pensioen. Het pensioencontract en het toezicht daarop worden ingevuld door eisen te stellen aan deze beleidsregels. Het pensioenakkoord, zoals verwoord door de sociale partners, sluit het beste aan bij dit model. Aanspraken worden geformuleerd als nominale bedragen die met de tijd worden verhoogd met een opslag voor de verwachte prijs- of loonontwikkeling. De aanspraken vormen niet langer een garantie maar zijn zacht omdat de pensioenuitkomst afhankelijk is van de prestatie van het fonds. De beleidsregels van het fonds moeten ervoor zorgen dat er een verband is tussen de aanspraken en de werkelijke pensioenuitkomsten; alleen dan kunnen de aanspraken worden opgevat als een indicatie van de pensioenen, of beter gezegd de ambitie ervan (Tamerus, 2011).

Via een rekenregel voor discontering worden de aanspraken omgezet in verplichtingen, die samen met het vermogen de dekkingsgraad van het fonds definiëren. De dekkingsgraad is dus in dit model slechts een sturingspara-

meter en zegt formeel niets over de verhouding tussen het fondsvermogen en de verplichtingen. Het fonds heeft hier immers geen verplichtingen. In het pensioencontract bepaalt ieder pensioenfonds hoe het zijn beleidsvariabelen koppelt aan deze dekkinggraad en eventuele andere parameters, zoals levensverwachting. In het StAr-akkoord zijn een aantal van deze mechanismen in detail uitgewerkt, zoals het rendementsaanpassingsmechanisme en het leeftijdsaanpassingsmechanisme. De formeel gedefinieerde aanspraken geven in deze opzet hoogstens een indicatie van de pensioenuitkomsten. Het ligt voor de hand om in het FTK op te leggen dat fondsen – in ieder geval op langere termijn – ervoor zorgen dat het verwachte pensioen gemiddeld overeenkomt met de aanspraak. Ook zullen fondsen moeten aangeven hoe zeker dat pensioen is bij het gegeven pensioencontract of -beleid van het fonds. Ook moet in het FTK worden geregeld dat de invoering van het nieuwe pensioencontract op evenwichtige wijze, generatienutraal, wordt ingevoerd. Dit model vergt een tamelijk activistisch toezicht omdat regels en contracten regelmatig moeten worden aangepast aan wisselende omstandigheden, al was het maar aan de wijzigende leeftijds-samenstelling van de deelnemers.

## Discussie

Ieder model heeft sterke en zwakke kanten. Het voordeel van het eerste model is dat aanspraken helder zijn gedefinieerd en daarom goed controleerbaar zijn voor zowel de deelnemer als de toezichthouder. Een eenduidige definitie van aanspraken legt ook een goede basis voor het pensioencontract. Het beleid van het fonds moet erop gericht zijn om de aanspraken waar te maken, en de toezichthouder ziet daarop toe. Intergenerationele risicodeling is geen primair doel van het beleid, maar kan wel worden gestuurd door de regelgeving rond hersteltermijnen. Het toezicht lijkt sterk op dat van verzekeraars en past in

---

## Het specificeren van het complete contract is in de huidige omstandigheden in Nederland voorlopig niet haalbaar

beginsel binnen de internationale kaders voor toezicht. Nadeel van dit systeem is de complexiteit. Het is niet eenvoudig om alles wat pensioenfondsen doen aan herverdeling en risicotransformatie te vangen in een definitie van de aanspraken. Het specificeren van het complete contract is in de huidige omstandigheden in Nederland voorlopig niet haalbaar. Maar ook als dat wel lukt, dan zijn de aanspraken erg complex en leveren lastige waarderingsvragen op, al was het maar omdat we van een deel van de risico's geen marktprijs kennen.

Ook in het tweede model zijn aanspraken eenduidig gedefinieerd. Omdat de waarde van aanspraken wordt bijgehouden op individuele rekeningen, is het systeem ook transparant en direct voor de deelnemer te volgen. Voor de toekomst biedt een systeem van individuele rekeningen een goed aanknopingspunt voor individuele uitbreidingen en keuzeopties voor deelnemers. Waardering van de aanspraken is eenvoudig omdat deze gelijk is aan de waarde van de portefeuille. Een nadeel van dit model is dat het – op het eerste gezicht – ver af staat van de Nederlandse pensioentradië. Bij nadere beschouwing is de afstand minder groot, aangezien ook het huidige pensioencontract een menging is van individuele opbouw en collectieve omslag. Deze menging wordt in dit tweede model expliciet gemaakt door het onderscheid tussen individuele rekeningen en collectieve buffer. Een belangrijk verschil met het eerste model is dat de buffer primair gericht is op risicodeling tussen generaties. Dit is zowel een nadeel als een voordeel. Het nadeel is dat een deel van de risico's niet expliciet tot uitdrukking komt op de individuele rekeningen, met name de niet op de markt verhandelde risico's zoals het collectief langlevensrisico en het reële loonrisico. Daar staat ook een voordeel tegenover, namelijk dat het fonds meer handelingsvrijheid heeft en dat ingewikkelde waarderingskwesaties worden vermeden. Het derde model ten slotte heeft als grote voordeel dat het dicht bij de huidige praktijk in Nederland staat. Niet alleen lijken de nieuwe aanspraken erg op de oude, nominale aanspraken; ze worden alleen verhoogd met een vaste groeivoet vanwege de inflatie of de loonstijging. Ook de rol die de aanspraken vervullen in de sturing van pensioenfondsen en het FTK verandert weinig. In beide systemen is de dekkinggraad een formeel bepaalde sturingsparameter en is het aan het fonds om zijn beleid te richten op volledige indexatie van pensioenen op lange termijn. De rol van aanspraken als nominale ondergrens vervalt echter in het nieuwe systeem. Een ander voordeel is dat de waardering van aanspraken eenvoudiger is, omdat het niet om de (markt)waarde van de aanspraken maar om het bepalen van een bruikbare stuurparameter gaat. Daarom kan worden volstaan met vuistregels voor de discontering van de aanspraken. Het verzinnen van goede vuistregels zal overigens niet eenvoudig zijn. Zij zijn immers bepalend voor de dekkinggraad waarop het beleid van het pensioenfonds zich richt. Verkeerde waardering leidt tot foutieve signalen voor het beleid van fondsen. Overgang van een nominale naar een reële dekkinggraad is in dit opzicht een

belangrijke stap in de goede richting, maar ook veranderingen op financiële markten moeten adequaat doorwerken in de waardering.

Het belangrijkste nadeel van het derde model zit in de bepaling van de eigendomsrechten van deelnemers. Het systeem blijft, net als het huidige nominale pensioencontract, intransparant en moeilijk controleerbaar voor de deelnemer. Onduidelijkheid over het pensioencontract maakt marktwaardering van de individuele aanspraken moeilijk, waardoor het ook moeilijk zal zijn om het beginsel van generatie-neutraliteit in de praktijk toe te passen. Ook ontbreekt het aan een heldere basis voor de waardeoverdracht van pensioenen. Tenslotte wordt ook de rol van de toezichthouder in de nieuwe situatie lastiger omdat de basis van harde nominale rechten vervalst en wordt vervangen door de *contradictio in terminis* van de zachte rechten. Omdat bovendien de zelfsturende kracht van het stelsel afneemt, komt er een zware taak op de schouders van de toezichthouder te liggen om het stelsel voortdurend bij te sturen bij wisselende omstandigheden.

Tot slot, een aandachtspunt voor alle contracten betreft de communicatie van pensioenverwachtingen. Met de overgang naar zachte rechten zijn pensioenen onzeker geworden. De ervaring leert dat onzekerheid moeilijk is uit te leggen. Een extra complicatie is dat regels voor communicatie ook sturend zijn voor het gedrag van pensioenfondsen vanwege *teaching to the test*; fondsen zullen immers vooral goed willen scoren op de punten die zij in het FTK moeten communiceren. Worden fondsen bijvoorbeeld alleen verplicht om naast het verwachte pensioen ook een “slechtweer-scenario” te communiceren, dan worden fondsen gestimuleerd om zich in hun beleggingsbeleid vooral voor dat specifieke slechte scenario in te dekken en andere slechte of goede scenario's minder gewicht te geven. Ook hier ligt een grote opgave voor de wetgever en de toezichthouder.

#### LITERATUUR

- Bonenkamp, J. (2009) Measuring lifetime redistribution in Dutch occupational pensions. *De Economist*, 157(1), 49–77.
- Bovenberg, L., T Nijman en B. Werker (2011) Nieuw toezicht op hervormde pensioenen. *ESB*, 96(4625s), 4–11.
- Kocken, T. (2011) *Financiële contracten tussen generaties en de noodzaak van arbitragevrije waardering*. Ongepubliceerd document, School of Finance & Risk Management, Vrije Universiteit Amsterdam.
- Tamerus, J. (2011) *Defined ambition: Een noodzakelijke stap in de evolutie van het pensioencontract*. Proefschrift, Universiteit van Amsterdam.