

Het belang van transparante garanties in pensioenfondsen

JULES VAN BINSBERGEN

Assistant professor
aan de Stanford
Graduate School
of Business en
hoogleraar aan de
Universiteit van
Tilburg

DIRK BROEDERS

Senior strategy
advisor bij De Ne-
derlandsche Bank

MYRTHE DE JONG

Senior beleidsme-
dewerker bij het
Ministerie van
Financiën

RALPH KOIJEN

Associate professor
aan de Chicago
Booth, hoogleraar
aan de Universiteit
van Tilburg en onder-
zoeker bij Netspar

Expliciete handel van garanties, zowel tussen deelnemers binnen een pensioenfonds als tussen pensioenfondsen, biedt belangrijke voordelen. Jongeren, die beter in staat zijn dan ouderen om risico's op te vangen, kunnen garanties bieden aan ouderen. Dit is echter slechts aantrekkelijk voor jongeren als zij hier een marktconforme vergoeding voor krijgen. Op dit moment vindt overdracht van risico's impliciet – en dus intransparant – plaats binnen pensioenfondsen. Een eenvoudig model toont aan dat expliciete handel en beprijzing via een Pensioengarantiebeurs welvaartswinsten oplevert ten opzichte van impliciete risicodeling.

Ruim 5,5 miljoen actieve en inactieve deelnemers in ongeveer zeventig Nederlandse pensioenfondsen krijgen dit jaar te maken met verlagingen van hun pensioenuitkeringen en -aanspraken. Ondanks de verlengde hersteltermijn van vijf jaar hebben deze fondsen nog steeds onvoldoende vermogen om te kunnen voldoen aan hun nominale verplichtingen. De kortingsmaatregel is een laatste middel dat pas wordt ingezet als andere sturingsmiddelen maximaal zijn benut. Zoals al door de commissie-Goudswaard (2010) toegelicht, zijn de belangrijkste oorzaken van de onderdekking de onverwachte toename van de levensverwachting, grote fluctuaties in de aandelenrendementen en de historisch

gezien lage rente. Sparen en beleggen voor het pensioen is risicovoller dan velen zich hadden gerealiseerd. In deze context is de vraag hoe en tegen welke prijs deze risico's optimaal worden verdeeld actueler dan ooit.

Een van de belangrijkste kenmerken van het Nederlandse collectieve pensioenstelsel is de intergenerationele risicosolidariteit binnen het pensioenfonds. Deze loopt via de instrumenten die fondsen daartoe tot hun beschikking hebben, zoals buffers en de mogelijkheid om te sturen via de premie en de indexatie van opgebouwde aanspraken. Jongeren beschermen ouderen, tot op zekere hoogte, tegen schokken op de financiële markten, tegen het inflatierisico en tegen langlevensrisico. De ratio hierachter is dat jongeren beter dan ouderen in staat zijn om die risico's op te vangen. Zij hebben naar verhouding meer menselijk kapitaal, dat bovendien in veel gevallen minder gevoelig is voor schokken op financiële markten. Jongeren hebben ook meer tijd om hun bestedingspatroon aan te passen voor zij zelf met pensioen gaan (Bodie *et al.*, 1992; Bovenberg *et al.*, 2007). Dat jongeren ouderen beschermen tegen een aantal risico's wil niet zeggen dat jongeren ouderen ook zouden moeten subsidiëren. Wil het voor jongeren aantrekkelijk zijn om risico over te nemen, dan is het economisch gezien logisch dat zij hier een marktconforme vergoeding voor krijgen. Bovendien is het wenselijk dat zij meer profiteren dan ouderen, in geval bovenstaande risico's zich minder voordoen dan verwacht en dus positief uitvallen.

De actualiteit maakt duidelijk dat de mate waarin risico's worden gedeeld tussen generaties in hoge mate verschilt tussen fondsen. Sommige fondsen reageren op ontwikkelingen in risico's door de premie te verhogen of de toekomstige pensioenopbouw te verlagen. Deze fondsen kunnen daardoor de inzet van noodmaatregelen verkleinen of zelfs voorkomen. Andere fondsen zien zich echter genooddacht de problemen op te lossen door de huidige uitkeringen en aanspraken te korten. In beide gevallen verhandelen pensioenfondsen risico's tussen

generaties van deelnemers binnen het fonds. Dit verhandelen van risico's gebeurt tot op heden echter impliciet en is daardoor niet transparant voor de deelnemers. Er is geen sprake van een expliciete transactie, waarin de ene (groep) deelnemer(s) aan de andere toezegt een bepaald risico over te nemen en voor het bieden van deze garantie een concrete vergoeding ontvangt en relatief meer profiteert van situaties waarin de risico's positief uitvallen. Een aantal belangrijke vragen krijgt daarom geen antwoord. Zijn deelnemers eigenlijk wel op de hoogte van hun fonds voor welke risico's opdraait? Weten deelnemers welke vergoeding zij betalen voor het feit dat andere deelnemers aan het fonds een risico van hen overnemen, en weten deelnemers wel welke vergoeding zij ontvangen wanneer zij een risico van anderen overnemen? Sluit de mate van risicosolidariteit in een fonds aan bij de preferenties van deelnemers? Onduidelijk is welke risico's precies, tussen wie, en voor welke prijs worden verhandeld. Daardoor is het ook niet duidelijk of die uitwisseling van risico's wel tot optimale uitkomsten leidt. Aan de hand van een gedachte-experiment wordt duidelijk gemaakt waarom expliciete verhandeling van risico's voordelen biedt en hoe dit kan werken.

PENSIOENGARANTIES EN WELVAART

Voordat we op het gedachte-experiment ingaan, is het zinvol na te gaan wat er op het spel staat bij de verhandeling van risico's, te weten pensioengaranties ofwel geheel of gedeeltelijke risicovrije pensioenen. Pensioengaranties – hetzij nominaal hetzij reëel – zijn een belangrijk onderdeel van een goed pensioenstelsel. Ze sluiten aan bij de behoefte aan zekerheid en voorspelbaarheid van, met name oude, deelnemers aan een pensioenregeling. Garanties hebben belangrijke voordelen (Bodie, 2008), want er zijn geen ingewikkelde communicatievoorschriften nodig. Een garantie is immers een zeer transparant product, gekenmerkt door de eigenschap 'je krijgt wat je ziet'. Dit legt minder druk op de noodzaak voor financiële educatie om deelnemers op te voeden in het begrijpen en beheersen van risico's. Het vaak gehoorde tegenargument dat garanties duur zijn, toont vooral aan dat blijkbaar het risico ook hoog is (Nijman en Bovenberg, 2011). En dat daarmee de kans groot is dat, zonder afdekking van het risico, de verwachtingen van deelnemers op een goed pensioen worden geschaad. Merk in deze context op dat reële garanties belangrijker zijn dan nominale garanties, omdat deze laatste categorie geen inflatiebescherming biedt.

Het verhandelen van garanties tussen generaties pensioendeelnemers – in aanvulling op het inkopen van garanties op de financiële markten – is in potentie welvaartsverhogend (Bovenberg *et al.*, 2007; Cui *et al.*, 2011). Dit loopt langs twee lijnen.

RISICO'S EXPLICIET VERHANDELEN

Deelnemers in pensioenfondsen hebben te maken met verschillende risico's: onder andere beleggingsrisico, inflatierisico en langlevensrisico. Garanties voor deze risico's worden, tot op zekere hoogte, binnen pensioenfondsen tussen deelnemers verhandeld. Maar die handel vindt zoals gezegd impliciet plaats. Er is geen sprake van een expliciete transactie, waarin de ene (groep) deelnemer(s) aan de andere toezegt een bepaald risico over te nemen en voor het bieden van deze garantie een concrete vergoeding ontvangt en relatief meer

profiteert van situaties waarin de risico's positief uitvallen. Expliciete verhandeling biedt twee belangrijke voordelen. Ten eerste, door expliciet verhandelen van garanties weten deelnemers exact welke risico's zij overdragen of overnemen en hoeveel zij daarvoor betalen of ontvangen. Dit maakt het voor deelnemers vervolgens mogelijk keuzes te maken in de mate waarin zij bereid zijn garanties te (ver)kopen tegen een publiek observeerbare prijs. Het pensioen kan daardoor meer worden afgestemd op individuele preferenties, wat welvaartsverhogend werkt. Ten tweede is het mogelijk garanties te verhandelen tussen pensioenfondsen en eventueel ook met andere partijen zoals verzekeraars. Wanneer fondsen in kenmerken verschillen, leidt handel tussen pensioenfondsen tot welvaartswinst. Dit argument kan worden toegelicht door gebruik te maken van het idee van een Pensioengarantiebeurs waar garanties expliciet worden verhandeld, en via een eenvoudig model van twee pensioenfondsen die met elkaar handelen.

DE PENSIOENGARANTIEBEURS

Hoe moet dat handelen op een markt dan werken? Als de vraag- en aanbodcurve niet bekend zijn, hoe kan dan een prijs worden bepaald? En hoe kunnen de vraag- en aanbodcurve actueel worden gehouden zonder van alle deelnemers te vragen dat zij dagelijks of wekelijks een besluit nemen over hun pensioenportefeuille? Een beurs waarop pensioengaranties worden verhandeld kan er als volgt uitzien.

wanneer fondsen in kenmerken verschillen, leidt handel tussen pensioenfondsen tot welvaartswinst

Het deelnemersbestand van een of meerdere pensioenfondsen wordt opgedeeld in min of meer willekeurig gekozen groepen. Bijvoorbeeld 52 groepen op basis van de week van de verjaardag. Elke week vindt binnen een van deze groepen handel plaats. Voor elke deelnemer is op basis van zijn of haar leeftijd een standaardoptie vastgesteld, die de vraag naar of aanbod van garanties bepaalt. Vervolgens kan de deelnemer, binnen redelijke limieten, tegen een hogere prijs garanties bijkopen of die tegen een lagere prijs verkopen. Dit lijkt wellicht een ingewikkelde financiële transactie, maar een belangrijk voordeel van garanties is dat het product eenvoudig te begrijpen is. Voor zover er een overschot in vraag of aanbod resulteert tussen de deelnemers, kunnen externe partijen zoals verzekeraars de mogelijkheid krijgen om aan deze vraag te voldoen of het aanbod aan garanties op te nemen. Als desondanks een vraag- of aanbodoverschot resulteert, dan worden de overtollige transacties teruggetrokken. Op basis van vraag en aanbod bij de prijzen in week 1, wordt voor de handel in week 2 een betere benadering van de vraag- en aanbodcurve geschat, en zo verder voor de resterende weken. Op deze ma-

nier kiest iedere deelnemer slechts eens per jaar hoeveel garanties hij of zij wil kopen of verkopen.

Om dit verder concreet te maken, nemen we als voorbeeld van een garantie een reële annuïteit. Als standaardoptie kan in dit geval een hoeveelheid garanties worden gekozen die correspondeert met zestig procent van het verwachte middelloon. Een deelnemer kan dit dan zelf bijschalen naar vijftig procent als hij minder garanties wenst, of naar zeventig procent als hij meer garanties wil. Als de deelnemer moeite heeft om een inschatting te maken van het verwachte middelloon, dan kan deze verwachting door het pensioenfonds worden berekend. De organisatie van de beurs kan in handen zijn van de overheid of bijvoorbeeld een vereniging van pensioenfondsen. Dit betreft slechts de administratie van de vraag en het aanbod van garanties, en deze partijen nemen zelf geen posities in op de Pensioengarantiebeurs.

hoe groter de verschillen in de leeftijdsopbouw tussen de fondsen, hoe groter de welvaartswinst

HET MODEL

Een simpel model onderzoekt wat de uitkomsten van de Pensioengarantiebeurs zijn. Het model bevat twee pensioenfondsen en één risicovrij product (de garantie) dat wordt verhandeld. Ook in dit model hebben gepensioneerden vraag naar garanties en bieden jongeren deze aan. Het menselijk kapitaal van jongeren dient als onderpand voor het schrijven van de garantie. Verplichtstelling is hierbij nodig om deze claim op toekomstig inkomen daadwerkelijk als onderpand te laten fungeren. Dit is vergelijkbaar met de overheid die via de belastingen een claim legt op het menselijk kapitaal. Naast de verplichtstelling is toezicht nodig om ouderen te beschermen tegen kredietrisico van jongeren (Nijman en Bovenberg, 2011). Beide fondsen verschillen in leeftijdsopbouw. In eerste instantie kunnen beide fondsen niet met elkaar handelen. In beide fondsen ontstaat in dat geval een andere prijs en een ander volume aan garanties dat wordt verhandeld tussen de deelnemers: hoe grijzer het fonds, hoe hoger de prijs van garanties en hoe groener het fonds, hoe lager de prijs van garanties. Die prijsverschillen zijn moeilijk uit te leggen aan deelnemers, en bovendien suboptimaal.

Wanneer handel van garanties mogelijk wordt gemaakt tussen beide fondsen, ontstaat er namelijk één prijs voor dezelfde garantie. Oudere deelnemers uit het grijze fonds gaan er op vooruit, zij kunnen nu goedkoper garanties inkopen. Jongere deelnemers uit het groene fonds gaan er eveneens op vooruit, zij krijgen immers een hogere vergoeding voor hun garantie. Jonge deelnemers uit het grijze fonds en oude deel-

nemers uit het groene fonds gaan er op achteruit. De formele uitwerking van het model is te vinden in Van Binsbergen *et al.* (2013). Daaruit blijkt dat per saldo de winst voor de eerste twee groepen groter is dan het verlies van de laatste twee; het expliciet prijzen en verhandelen van de garanties leidt daarmee dus tot welvaartswinst. Dit is een algemeen resultaat omdat een verschil in (impliciete) prijzen van garanties tussen pensioenfondsen, zoals nu het geval is, direct impliceert dat er welvaartswinsten te behalen zijn door de pensioenfondsen met elkaar te laten handelen. Dit betreft een welvaartsstijging op fondsniveau doordat risico's met een grotere groep worden gedeeld. Daarbij is als aannemelijk beschouwd dat het pensioenbestuur naar het nut van alle groepen samen kijkt en handelt in het algemeen belang.

In het geschetste model geldt: hoe groter de verschillen in de leeftijdsopbouw tussen de fondsen, hoe groter de welvaartswinst. Dit resultaat is vergelijkbaar met de welvaartswinst die kan ontstaan bij handel tussen twee landen, waarin, voordat er werd gehandeld, prijsverschillen bestonden. Als prijzen voor handel al geheel gelijk waren, dan levert handel geen welvaartswinsten op. Hoe groter de prijsverschillen, hoe groter de welvaartswinst van handel.

Het is overigens ook denkbaar dat er geen prijs tot stand komt. Bijvoorbeeld omdat te weinig jongeren bereid zijn om garanties aan te bieden tegen een prijs die de ouderen bereid zijn te betalen. Het is echter ook dan nog steeds mogelijk om garanties uit te laten wisselen tussen generaties, om zo de bescherming van ouderen vorm te geven. Jongeren wordt in dat geval opgelegd dat zij een minimumaantal garanties tegen een bepaalde prijs afgeven. Merk daarbij op dat momenteel handel tussen jong en oud eveneens wordt 'opgelegd', maar dat nu niet duidelijk is om hoeveel garanties het gaat en tegen welke prijs die handel plaats vindt. De winst van het expliciete verhandelen bestaat er bij een opgelegd minimumaantal garanties uit dat het transparant wordt dat er sprake is van een risicotransfer van ouderen naar jongeren en hoe groot die transfer is. En dat de garanties die jongeren aan ouderen leveren wel allemaal tegen dezelfde prijs worden uitgewisseld, waardoor de risicoverdeling en de inkomensoverdrachten tussen jongeren en ouderen binnen fondsen gelijk zijn. Dat is vanuit een welvaartspectief optimaal. En het voorkomt dat toevallige verschillen in het deelnemersbestand ertoe leiden dat deelnemers in het ene fonds te maken krijgen met veel grotere inkomensoverdrachten dan deelnemers in het andere fonds.

BELEIDSIMPLICATIES

De Pensioengarantiebeurs is vooralsnog meer een gedachte-experiment. Het experiment levert echter al belangrijke inzichten voor pensioenbeleid. Een van de belangrijkste uitkomsten uit het model is dat handel van garanties tussen fondsen met een verschillend deelnemersbestand welvaartswinst oplevert. Hoe groter de verschillen in de leeftijdsopbouw van fondsen, hoe meer het oplevert om garanties tussen fondsen uit te wisselen. Figuur 1 laat zien hoe de duur van de technische voorzieningen, oftewel de gemiddelde looptijd van de uitkeringen, van de Nederlandse fondsen verdeeld is. Daaruit blijkt dat er aanzienlijke verschillen bestaan in de leeftijdsopbouw van fondsen. De grootte van de bol laat zien hoe groot de technische voorzieningen zijn bij elke

aangegeven duur. Dat toont aan dat de meerderheid van de verplichtingen zich bevindt in fondsen met een gemiddelde duur (de twee grootste bollen vormen samen 56 procent van de verplichtingen). Desalniettemin valt een substantieel deel van de verplichtingen in fondsen met een afwijkende duur: de fondsen in de twee middelgrote bollen vormen samen 26 procent van de verplichtingen, de fondsen in de kleine bollen aan weerszijden van de gemiddelde duur bevatten 18 procent van de totale verplichtingen. Er is dus ruimte om welvaartsvoordelen te genereren door garanties tussen fondsen te verhandelen.

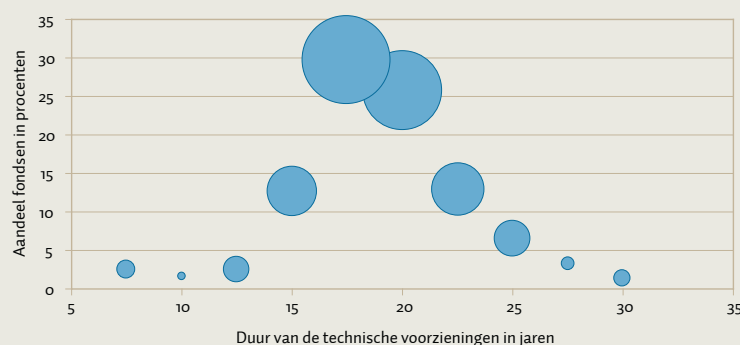
De uitkomst van het model heeft ook betekenis voor het denken over de effecten van vergrijzing op de verdeling tussen generaties in het huidige pensioenstelsel. Wanneer een deelnemersbestand van een fonds verandert over de tijd, verandert ook 'de marktprijs' van garanties. Wanneer jongeren inderdaad de marktconforme vergoeding ontvangen voor de garantie die zij ouderen bieden, dan zijn die prijsverschillen niet zo relevant. Er is dan op elk moment sprake van een eerlijke deal: ouderen kopen een garantie tegen de economisch juiste waarde en jongeren verkopen een garantie tegen deze marktconforme waarde. Op het moment dat jongeren echter geen marktconforme vergoeding ontvangen voor de garantie die zij verstrekken, dan worden die prijsverschillen wel relevant. Stel bijvoorbeeld dat er in het geheel geen vergoeding wordt gerekend voor het risico omdat 'als jongeren oud zijn zij toch ook weer worden beschermd door de jongeren van de toekomst'. Bij een vergrijzend bestand, kan de waarde (prijs maal omvang) van de garanties die jongeren nu 'gratis' verstrekken aan ouderen, afwijken van de waarde van de garanties die jongeren straks van de toekomstige jongeren 'gratis' ontvangen. De vraag is of dit een duurzaam geheel vormt.

CONCLUSIE

Herverdeling via een collectief pensioenstelsel kan tot welvaartswinsten leiden omdat binnen zo'n systeem risico's worden gedeeld tussen generaties. Echter, binnen het huidige systeem worden deze risico's niet optimaal gedeeld, omdat de uitwisseling van garanties beperkt is tussen de deelnemers van individuele fondsen en bovendien impliciet gebeurt. Door garanties expliciet te verhandelen via een Pensioengarantiebeurs, worden garanties uitwisselbaar tussen deelnemers van verschillende pensioenfondsen en zijn welvaartsvoordelen realiseerbaar. Bovendien stelt een expliciete verhandeling deelnemers in staat een optimale rendement-risicopositie te kiezen tegen een marktconforme prijs. Explicitering past bij de huidige ontwikkeling naar complete pensioencontracten. De Hoofddlijnennota (SZW, 2012) schetst dat zowel in het toekomstige nominale als in het reële pensioencontract op voorhand de risicodeling (via staffels respectievelijk aanpassingsmechanismen) wordt vastgelegd. Wanneer dit in combinatie met een marktconforme beprijzing van risico-overdracht en de introductie van keuzemogelijkheden wordt doorgevoerd, ontstaat een duurzaam pensioenstelsel.

Omvang technische voorzieningen van Nederlandse pensioenfondsen, begin 2012

FIGUUR 1



Bron: DNB

LITERATUUR

- Binsbergen, J. van, D. Broeders, M. de Jong en R. Kooijen (2013) Collective pension schemes and individual choice. *Netspar paper*, te verschijnen.
- Bodie, Z., R.C. Merton en W.F. Samuelson (1992) Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 16, 427–449.
- Bodie, Z. (2008) Pension guarantees, capital adequacy and international risk sharing. In: Broeders, D., S. Eijffinger en Aerdts Houben (red.) *Frontiers in Pension Finance*, Cheltenham: Edward Elgar, 51–81.
- Bovenberg, L., R. Kooijen, T. Nijman en C. Teulings (2007) Savings and investing over the life cycle and the role of collective pension funds. *De Economist*, 155(4), 347–415.
- Commissie-Goudswaard (2010) *Een sterke tweede pijler. Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen*. Den Haag: Rijksoverheid.
- Cui, J., F.C.J.M. de Jong en E.H.M. Ponds (2011) Intergenerational risk sharing within funded pension schemes. *Journal of Pension Economics and Finance*, 10(1), 1–29.
- Nijman, T. en L. Bovenberg (2011) Bouwstenen voor nieuwe pensioencontracten en uitdagingen voor het toezicht daarop. *Netspar Design paper*, 3.
- SZW (2012) Hoofddlijnennota financieel toetsingskader pensioenen. *Brief aan de Tweede Kamer*, AV/PB/2012/8475, 30 mei.