

# Duurzaamheid van het nieuwe pensioencontract

Het Nederlandse pensioenstelsel kent een institutionele verankering; dat is wettelijk zo geregeld. Voordeel is de flexibiliteit: veranderen de tijden dan veranderen de collectieve contracten. Nadeel is een zekere kortzichtigheid: men speelt is op de noden van de dag en sluit aan bij de heersende machtsverhoudingen. Ook het onlangs gesloten Pensioenakkoord wordt kortzichtigheid verweten. Het is daarom van belang in te gaan op de duurzaamheid van het nieuwe pensioencontract.

**B**innen tien jaar na de introductie van het huidige Financieel Toetsingskader (FTK) wordt er gewerkt aan een nieuw pensioencontract.

Waarom die haast, en hoe duurzaam zal dat nieuwe contract zijn? Is de haast te verklaren vanuit de terechte wens tot reparatie van de achteraf verkeerd uitgevallen keuze voor een nominaal toetsingskader?

Bij de invoering van het huidige FTK leefde de gedachte dat, door slim gebruik te maken van de aanwezige markt en indexatiebuffers, de kloof tussen reële ambitie en nominale garanties kon worden overbrugd. Door het verdampen van de buffers dreigt de reële ambitie voorgoed in rook op te gaan. Zonder buffers leidt de in het FTK gemaakte keuze voor nominale zekerheid tot een uitholling van het pensioen. Veel pensioenfondsen kampen bovendien, vooral als gevolg van de historisch lage rente op dit moment, met feitelijke tekorten. Dat dwingt tot een herstructurering van de verplichtingen en dus tot een herziening van het contract. Het nieuwe pensioencontract gaat dus in essentie over twee zaken: de afweging van verwacht pensioenresultaat en risico's en de vraag hoe de last van de noodzakelijke herstructurering kan worden verdeeld. En dan liefst op een wijze die duurzaam is. Dat heeft te maken met de te kiezen structuur, het bij-

behorende toezichtskader en niet te vergeten de impact op economie en overheidsfinanciën. Van Ewijk (2011) schetst voor de toekomst drie mogelijke contractvormen: een verzekeringscontract, een contract gebaseerd op individueel eigendom en een aanpassing van het huidige collectieve contract. Volgens Van Ewijk zijn deze alternatieven min of meer gelijkwaardig. Dat is maar de vraag. Het verzekeringsmodel gaat uit van een compleet en hard contract waarbij de pensioenuitkomst vooraf wordt vastgelegd als vast bedrag of als vooraf gedefinieerde functie van exogene, stochastische variabelen. Het pensioenfonds opereert dus als een verzekeraar die gehouden is harde contracten na te komen. De kosten van deze vorm zijn hoog: pensioenfondsen zijn in dit model verzekeraars die vallen onder Solvency II en horen dus grote buffervermogens aan te houden. Vanuit de huidige situatie waarin de buffers negatief zijn, geen aantrekkelijk perspectief. In het verleden was het vaak de onderneming die als achtervang fungeerde en de buffers aanvulde. Dat is inmiddels wel verleden tijd, behoudens voor enkele geprivilegieerde fondsen. De scope van de toe te kennen harde rechten of garanties zal dus vrij beperkt zijn. Het toekennen van harde nominale rechten is daar een mooi voorbeeld van: voor een pensioen biedt dat slechts schijnzekerheid. Maar ook los daarvan kunnen grote vraagtekens worden gezet bij de toepasselijkheid van het verzekeringsmodel voor pensioencontracten met een zeer lange looptijd. Langlopende verzekeringscontracten zijn op de financiële markten niet of nauwelijks verhandelbaar. Het alternatief, institutionele arrangementen zoals collectieve pensioencontracten, blijkt keer op keer onder druk van de omstandigheden aanpasbaar. Over de lange horizon van een pensioenfonds kan dus van verzekering in een

**JEAN FRIJNS**  
Bijzonder hoogleraar  
aan de Vrije Universiteit  
Amsterdam

enigszins betekenisvolle zin geen sprake zijn.

De tweede contractvorm kiest voor een andere vorm van zekerheid door het eigendom van het pensioenvermogen op individueel niveau vast te leggen. Dit sluit verplichte aansluiting bij collectieve pensioenfondsen en participatie in een aanvullende intergenerationale egaliseringsbuffer geenszins uit. Problematisch zijn de toedeling van het aanwezige vermogen bij de start en het vinden van een oplossing voor het omslagelement in het systeem van doorsneepremie. Ook de vorming van egaliseringsbuffer vanuit een nulstand op een wijze die fair is naar de verschillende generaties zal hoofdbreken kosten. De voordelen zijn ook duidelijk: pensioenvermogens zijn vrij overdraagbaar en de risicograad kan worden afgestemd op de situatie van het individu, waarbij bovenal het eigendom vast ligt. Dat maakt het moeilijker voor de werkgever of voor de nationale of internationale politiek grepen in de kas te doen. Vooralsnog lijkt dit model vanwege de overgangsproblematiek een brug te ver.

De derde vorm behelst in wezen een voortzetting van het huidige stelsel met collectief eigendom en *fuzzy* contracten. Door te sleutelen aan de financiële stuurparameters kan flexibel worden ingespeeld op veranderende financiële en demografische verhoudingen. De prijs hiervoor is een zekere mate van intransparantie en een grote mate van onzekerheid over de uitkomst voor het individu. Bij afwezigheid van een onderneming die de risico's overneemt, leidt middeling van risico's tot een verschuiving van risico's tussen generaties. Onvermijdelijk leidt dit laatste tot spanningen tussen de groepen binnen het fonds over de verdeling van lusten en lasten. In het pensioenakkoord wordt, niet verrassend, voor het derde model gekozen. Door bijstelling van rechten en door te sleutelen aan de beleidsregels die premie- en uitkeringshoogte bepalen, kan de continuïteit van het pensioenfonds worden veiliggesteld. Dit dient te geschieden op basis van een evenwichtige afweging van de belangen van alle betrokkenen. Het zwakke punt in dit model is echter dat daarvoor geen duidelijke criteria zijn. Zelfs als men bereid zou zijn een zwakke vorm van intergenerationale rechtvaardigheid te accepteren – dat wil zeggen fairness vanaf nu zonder het meezeulen van historische ballast – dan is het ontwikkelen van een operationeel afwegingskader uiterst moeilijk. Tot nu toe is dat niet gelukt; het onderwerp wordt door sociale partners doorgeschoven naar de politiek. Nelissen en Verbon (2011) zijn daar een warm voorstander van omdat dan een bredere afweging mogelijk is.

De vraag is natuurlijk welk model het meest duurzaam is; voor een jonge deelnemer geen irrelevante vraag. Men vertrouwt zijn spaargeld toe aan een fonds in de verwachting daarover het bij aanvang toegezegde pensioen na zo'n veertig jaar te ontvangen. Het eerste model lijkt dan het meest aantrekkelijk. Het is echter duur en bij nader inzicht is het de vraag of verzekeringscontracten over de lange termijn van een pensioenafpraak worden nagekomen. Het derde model werkt goed in

---

**Microtoezicht leidt tot een zware toezichtslast, tot een uitholling van de bestuurlijke verantwoordelijkheid, en marginaliseert de rol van het interne toezicht. Microtoezicht leent zich bovendien voor politieke inmenging**

tijden van voorspoed, maar wordt door de vergrijzing steeds minder crisisbestendig. De kans dat het stelsel in een volgende crisis implodeert is groot. Het meest duurzaam is het tweede model: individueel eigendom is in ons kapitalistisch stelsel goed geregeld en wordt ook goed gehandhaafd. Aan het Toezicht de ondankbare taak om de duurzaamheid van model drie te borgen. DNB pakt de uitdaging van model drie op en pleit voor stevig toezicht. DNB wil daarbij zelfs zover gaan om deels op de stoel van de pensioenfondsbestuurder

te gaan zitten. In de woorden van Broeders *et al.* (2011): “De fondsbestuurders moeten vanuit de toezichthouders worden gestimuleerd om een verstandig beleid te voeren.” Intensivering van het microtoezicht dus. Dit is een doodlopende weg. Microtoezicht leidt tot een zware toezichtslast, tot een uitholling van de bestuurlijke verantwoordelijkheid, en marginaliseert de rol van het interne toezicht. Microtoezicht leent zich bovendien voor politieke inmenging. Goed toezicht is meer gebaat bij heldere en consistente kaders, bij goede governance en transparantie en verantwoording naar de rechthebbenden. Toezichthouders zonder verantwoordingsplicht naar de rechthebbenden en ontslagen van juridische aansprakelijkheid, zouden alleen al om die reden terughoudend moeten zijn in het overnemen van bestuurlijke verantwoordelijkheden. Het nieuwe financiële toetsingskader is onderwerp van intensief lobbywerk vanuit de kant van de sociale partners en de pensioenfondsen. Terecht dat vanuit de wetenschap weerwerk wordt geleverd. De nadruk in de discussie ligt op de hoogte van de disconteringsvoet. Hoe hoger die gekozen wordt, hoe hoger de dekkingsgraad. Kocken (2011) waarschuwt voor potentiële *gaming*: hoe hoger de dekkingsgraad, hoe hoger de huidige uitkeringen kunnen zijn. Dat gaat ten koste van de jongere genera-

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

tie. Volgens hem zou iedere disconteringsvoet hoger dan de actuele – en thans extreem lage – swaprente niet fair zijn naar de jonge generaties. Ponds (2011) heeft laten zien dat in die afweging meer zaken een rol spelen, zoals het premie- en indexatiebeleid, het beleid ten aanzien van nominale kortingen en de verdeling van overschotten. Het is maar de vraag of de nuances van zijn benadering communiceerbaar zijn. In de publieke discussie speelt de hoogte van de disconteringsvoet een centrale rol.

Bovenberg *et al.* (2011) kiezen een normatieve benadering; deze gaat uit van een impliciete differentiatie van het gewenste risicoprofiel naar leeftijd. Op basis van normportefeuilles per leeftijdsgroep en bijbehorende verwachte rendementen wordt een algemeen geldende disconteringsvoet afgeleid. Hun systeem gaat uit van het nemen van beleggingsrisico; de normportefeuilles leggen per leeftijdsgroep vast hoeveel en welk risico men mag nemen. Mensonides en Frijns (2011) benaderen het probleem van een andere kant. Niet de hoogte van het beleggingsrisico is relevant, maar het risico van de toezegging. Naarmate deze is gebaseerd op een hoger rendement, gemeten ten opzichte van de risicovrije rente, neemt de risicograad toe en dus de waarde van de toezegging af. Pensioentoezegging en risicogecorrigeerde waarde dienen niet te ver uit elkaar te lopen. Kemna *et al.* (2011) kiezen een markt-invalshoek en wijzen op de beperkingen van een marktwaardering van de verplichtingen. Omdat er geen liquide markt voor langetermijnverplichtingen bestaat, is marktwaardering niet zinvol. In zekere zin een ondersteuning van de stelling dat langetermijntoezeggingen door pensioenfondsen niet waardeerbaar en dus ook niet verzekeraar zijn.

Nederland heeft het beste pensioenstelsel ter wereld, zegt men. Dat geldt op microniveau – verplichte deelname, groot bereik en redelijke uitkeringszekerheid – maar ook op macroniveau. De kapitaaldekking leidt tot een gezonde financiële macrohuishouding en draagt bij aan de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Ook Beetsma *et al.* (2011) concluderen dat “bij de financiering van de vergrijzingslast Nederland er relatief goed voorstaat. De combinatie van een omvangrijke tweede pijler en

de omkeerregel is voor Nederland een goede keuze geweest met het oog op de dekking van de vergrijzingslast.” Waarvan akte. Toch zijn bij deze conclusie wel wat kanttekeningen te plaatsen: het geldt voor de overheidsfinanciën in enge zin, maar geldt het ook voor de economie als geheel? De grote voordelen van kapitaaldekking boven omslag treden alleen op indien de rente voldoende hoog is en in de opbouw voldoende rekening is gehouden met de stijging van de levensverwachting. Tot op heden zijn, zelfs bij een oud fonds als ABP, de premies nog steeds hoger dan de uitkeringen: omslagfinanciering zou dus tot lagere premies hebben geleid en waarschijnlijk tot hogere vrije besparingen. Wat betreft de stabiliteit wordt er onvoldoende onderkend dat ook in een collectief systeem significante vermogenseffecten kunnen optreden die de financiële stabiliteit kunnen ondermijnen. Nederland kampt, doordat gezinnen zich zeker wanen van een goed pensioen, met een lage particuliere spaarquote en een extreem hoge hypotheekschuld. Ten slotte heeft de illusie van hoge pensioenen geleid tot een laag arbeidsaanbod van ouderen, verwaarlozing van hun menselijk kapitaal en bijgevolg lage kansen op de arbeidsmarkt voor ouderen. Zowel het vraagstuk van de persoonlijke financiële planning als de bereidheid van het individu te investeren in menselijk kapitaal vormt, zoals ook Van Rooij *et al.* (2011) laten zien, een prachtig onderzoeksterrein voor de *behavioural finance* discipline.

Het aanvullend pensioen gaat uit van een kapitaalgedekt pensioen en kent niet alleen de voordelen maar ook de nadelen van kapitaaldekking. Daar doet het collectieve karakter weinig aan af. Het blijft de vraag of collectief eigendom wel de meest geëigende rechtsvorm is voor kapitaalgedekt pensioen. Het pensioenakkoord neemt de twijfels over de duurzaamheid van dit model niet weg.

#### LITERATUUR

- Beetsma, R.M.W.J., Z. Lekniute en E.H.M. Ponds (2011) De gevolgen van het pensioenakkoord voor de staatsschuld. *ESB*, 96(4625S), 47–53.
- Bovenberg, A.L., T.E. Nijman en B.J.M. Werker (2011) Nieuw toezicht op hervormde pensioenen. *ESB*, 96(4625S), 4–11.
- Broeders, D.W.G.A., P.A.D. Cavelaars, P.L.C. Hilbers en O.C.H.M. Sleijpen (2011) Zachte pensioenen gebaat bij stevig toezicht. *ESB*, 96(4625S), 17–23.
- Ewijk, C.P. van (2011) Drie sturingsmodellen voor pensioenen. *ESB*, 96(4625S), 12–16.
- Kemna, A.G.Z., O.W. Steenbeek en P.J.G. Vlaar (2011) Pensioenregels en financiële markten. *ESB*, 96(4625S), 35–38.
- Kocken, T. (2011) *Financiële contracten tussen generaties en de noodzaak van arbitragevrije waardering*. Amsterdam: Vrije Universiteit Amsterdam.
- Mensonides, J. en J.M.G. Frijns (2011) Het waarderen van de pensioenambitie. *ESB*, 96(4623), 718–721.
- Nelissen, J. en H.A.A. Verbon (2011) De sociale gevolgen van het pensioenakkoord. *ESB*, 96(4625S), 54–59.
- Ponds, E.H.M. (2011) Pensioenakkoord en generatie-effecten. *ESB*, 96(4617), 506–509.
- Rooij, M.C.J. van, H.M. Prast en A.A.J. Smits (2011) Gedragsreacties van pensioen deelnemers op nieuwe contracten. *ESB*, 96(4625S), 60–65.