



Nieuw toezicht op hervormde pensioenen

Het expliciet maken van voorwaardelijke pensioentoezeggingen in het pensioenakkoord vergt een andere vormgeving van het toezicht op pensioenfondsen. Fondsen zullen helder moeten zijn over de verwachte koopkracht en koopkrachtrisico's van individuele pensioenen. Individuele eigendomsrechten moeten adequaat worden vastgelegd en marktconsistent worden gewaardeerd, waarbij de marktwaarde van individuele aanspraken niet mag worden aangetast door aanpassingen in het beleggings- of vereveningsbeleid.

Om indexatiepotentieel in de pensioenopbouw voor jongeren te behouden, blijven veel pensioenfondsen ook bij de huidige lage dekkingsgraden beleggen in aandelen en laten ze renterisico's open staan. De keerzijde van deze beleggingsstrategie is dat nominale pensioenen bij tegenvallende beleggingsresultaten en dalende rentes moeten worden verlaagd. Fondsen doen dus niet wat het publieke toezicht en de daarbij horende communicatie suggereert: het afdekken van nominale garanties. Het verschil tussen wat fondsen zeggen en wat ze feitelijk doen, betreft de discrepantie tussen de nominale garanties aan de verplichtingszijde van hun balans en de risicodragende vermogenstitels aan de activa-kant. Deze discrepantie kan op twee manieren worden

LANS BOVENBERG
Hoogleraar aan de Universiteit van Tilburg

THEO NIJMAN
Hoogleraar aan de Universiteit van Tilburg

BAS WERKER
Hoogleraar aan de Universiteit van Tilburg

weggewerkt. Ten eerste kunnen fondsen gaan doen wat ze zeggen. In dat geval passen ze het beleggingsbeleid zo aan dat nominale garanties te allen tijde kunnen worden nagekomen. Of ze kunnen gaan zeggen wat ze doen. In dat geval herstructureren ze de verplichtingenkant van de balans zodat de aanspraken variëren met beleggingsresultaten.

De eerste manier is onaantrekkelijk omdat buffers moeten worden opgebouwd of alle nominale risico's moeten worden dichtgezet. Bufferopbouw impliceert dat er de komende jaren geen indexatie in zit terwijl het risico van afstempelen – het verlagen van pensioen-aanspraken en uitkeringen – toch boven de markt blijft hangen. Zeker voor ouderen is dit een weinig aantrekkelijke optie. Het dichtzetten van nominale risico's is onaantrekkelijk voor jongeren. Een nominaal pensioen dat niet meegroeit met de inflatie levert hun namelijk weinig op; hoe langer deelnemers op hun pensioen moeten wachten, hoe meer inflatie de koopkracht van dat pensioen erodeert. Het pensioenakkoord probeert de wensen van ouderen en jongeren met elkaar te verzoenen. Gepensioneerden worden beschermd tegen risico's, door onverwachte schokken in kapitaalmarktrendementen en sterftecijfers niet direct geheel te vertalen in de pensioen-uitkeringen maar de effecten van deze schokken uit te smeren over een periode van maximaal tien jaar. Werkenden krijgen onzekere aanspraken waardoor pensioenfondsen ook daadwerkelijk de vrijheid hebben om zo te beleggen dat het indexatiepotentieel voor werkenden, ondanks de huidige lage dekkingsgraden, zo veel mogelijk op peil blijft. De grotere beleidsvrijheid voor fondsen om risicoprofielen af te stemmen op hun specifieke deelnemersbestand vereist meer discipline van de fondsen en een nieuwe rol voor het publieke toezicht. Om maatschappelijk draagvlak voor het collectieve stelsel te behouden zijn vier uitgangspunten van belang. Fondsen moeten helder zijn over pensioenprojecties in hun communicatie, individuele pensioenrechten moeten goed zijn gedefinieerd en geborgd, pensioen-aanspraken dienen marktconsistent te worden gewaardeerd, en ten slotte, het collectieve stelsel moet generatiebestendig zijn.

Communicatie

Op dit moment vergelijkt het uniforme pensioenoverzicht (UPO) het huidige inkomensniveau van deelnemers met het nominale pensioenrecht dat wordt opgebouwd als het huidige dienstverband tot de pensioenleeftijd wordt voortgezet. Daarbij wordt geen informatie verschaft over de kans dat het nominale pensioenrecht gelijke tred zal houden met de loon- of prijsontwikkeling of over de kans op en omvang van eventuele afstempeling. Om deze redenen overschatten veel deelnemers hun pensioenvooruitzichten en onderschatten ze de onzekerheid rondom hun pensioen.

Pensioenfondsen moeten daarom betere informatie gaan verstrekken over de onzekerheden betreffende de reële waarde van het pensioen – ook als ze blijven vasthouden aan nominale pensioenrechten. Daarbij dienen ze ook mee te wegen hoe deelnemers deze informatie interpreteren. De twee kernwoorden hierbij zijn koopkracht en risico. Allereerst moeten de fondsen deelnemers gaan vertellen wat de huidige verwachtingen zijn betreffende de reële waarde van hun pensioen in de toekomst. Voor werkenden gaat het om de verwachte vervangingsratio en voor gepen-

Kader 1

Gehanteerde begrippen

Swapcontract

Financieel contract waarbij variabele rentebetalingen met gesloten beurs worden geruild tegen constante rentebetalingen. Hiermee wordt de mogelijkheid geboden renterisico af te dekken. Naast de hier bedoelde renteswaps bestaan er bijvoorbeeld ook inflatieswaps.

Unit-linked verzekeringscontracten

Lijfrentecontracten waarbij de uitbetaling gelinkt is aan de waardeontwikkeling van een unit, meestal een beleggingsfonds of aandelenindex.

Uitsmeer- of vereveningsregel

Element van het nieuwe pensioencontract waarbij positieve en negatieve ontwikkelingen op financiële markten met een vertraging worden doorgegeven aan deelnemers. Dit resulteert in stabielere pensioenbetalingen aan de ouderen.

Beleidsstaffel

Een regel, vast te stellen door het pensioenfondsbestuur, waarbij voorgenomen beslissingen tot indexatie of premieaanpassingen expliciet gekoppeld worden aan de hoogte van de dekkingsgraad van het fonds.

Value-based asset-liability management (ALM)

Techniek om de marktwaarde van pensioencontracten te bepalen voor elk van de deelnemers, ook al zijn de toekomstige betalingen onderhevig aan marktrisico's en de beleidsstaffels complex.

Pricing kernel

Onderdeel van Value-based ALM dat aangeeft wat de prijs is van bepaalde risico's en daarmee de kosten voor een pensioenfonds, indien men deze risico's zou willen verzekeren.

sioneerden om de verwachte koopkracht. Daarnaast dient de reële waarde van het pensioen te worden verschaft in een pessimistisch scenario met tegenvalende omstandigheden.

De pensioensector moet deelnemers ook een beter inzicht geven in hoe de verwachtingen en risico's rondom het reële pensioenresultaat voortdurend veranderen als gevolg van onverwachte ontwikkelingen. Gerealiseerde risico's dienen direct te worden afgerekend in plaats van ze buiten het zicht van de deelnemers te houden door ze te verstoppen op de balans van de pensioenfondsen. Zo hebben vijftigers nog niet te horen gekregen dat de kredietcrisis de koopkracht van hun aanvullende pensioenen waarschijnlijk met zo'n vijftien procent zal uithollen (Van Ewijk en Teulings, 2011).

Het gedragstoezicht zal moeten voorschrijven welke gestandaardiseerde informatie over de pensioenvooruitzichten – inclusief de risico's – fondsen minimaal dienen te verschaffen aan hun deelnemers. De projecties voor de pensioenuitkomsten zijn modelafhankelijk. De toezichthouder zal daarom grenzen moeten stellen aan de risicopremie op aandelen en de andere parameters die fondsen gebruiken bij het maken van de pensioenprojecties voor individuele deelnemers. Een belangrijke vraag is of er in het pessimistische scenario sprake moet zijn van kansuitspraken, met name als het gaat om langetermijnprojecties voor de pensioenvooruitzichten van jongeren. De modelonzekerheid in de staarten en op de langere termijn is zo groot dat men hier wellicht beter van kan afzien.

Vooraf jongeren zullen waarschijnlijk onaangenaam verrast zijn door de grote onzekerheid die de standaardmodellen genereren voor de geprojecteerde pensioenuitkering uit de al opgebouwde rechten. Ook het huidige pensioencontract kent veel risico's, maar deze onzekerheid blijft buiten beeld op de huidige UPO's. De grote bandbreedte is het logische gevolg van de grote onzekerheid over hoe de economie er over enkele decennia voorstaat.

Eigendomsrechten

Individuele pensioenrechten

Een belangrijke vraag waarop het pensioenakkoord geen duidelijk antwoord geeft is hoe individuele eigendomsrechten gedefinieerd worden als er sprake is van voorwaardelijke pensioenaanspraken. Van individuele pensioenrechten is sprake als deze rechten de geprojecteerde uitkering bepalen en als de marktwaarde van deze pensioenrechten bij verandering van werkgever kan worden overgedragen naar een nieuwe pensioenregeling (Nijman en Bovenberg, 2011).

Als de marktwaarde van het beschikbare vermogen in het fonds verschilt van de marktwaarde van de opgebouwde individuele rechten, is er een collectieve buffer die nog niet toegewezen is aan individuele deelnemers. De verdelings-, beleggings- en opbouwregels van de col-

De pensioensector moet deelnemers ook een beter inzicht geven in hoe de verwachtingen en risico's rondom het reële pensioenresultaat voortdurend veranderen

lectieve buffer liggen niet van tevoren vast zodat het bestuur over discretie beschikt om de collectieve buffer te beleggen en verdelen.

Nominale pensioenrechten
In de huidige pensioencontracten zijn de individuele eigendomsrechten beperkt tot de nominale pensioenrechten. In het gereviseerde toezichtkader blijven nominale pensioenrechten mogelijk. Er zijn wel twee belangrijke verschillen vergeleken

met de huidige situatie. In de eerste plaats zullen de reële verwachtingswaarde en de reële risico's van de individuele pensioenvooruitzichten duidelijk gemaakt moeten worden aan deelnemers op basis van een model voor de inflatie. Op deze manier komt beter in beeld dat onvoorwaardelijke ofwel harde nominale garanties in reële termen voorwaardelijk ofwel zacht zijn. In de tweede plaats zal het beleggingsbeleid bij lage dekkingsgraden beter moeten passen bij de harde nominale pensioenrechten. Dat betekent dat fondsen bij de lage dekkingsgraden van dit moment risico's moeten terugnemen.

Zachte individuele pensioenrechten

Het pensioenakkoord maakt individuele voorwaardelijke rechten mogelijk. De commissies-Goudswaard en -Frijns (Goudswaard *et al.*, 2010; Frijns *et al.*, 2010) hebben gepleit voor dergelijke rechten. Objectiveerbare grootheden zoals de behaalde aandelenrendementen, de rente, CAO-lonen, inflatie en inschattingen van de toekomstige levensverwachting bepalen mede de hoogte van de pensioenuitkering die hoort bij voorwaardelijke aanspraken. De voorwaardelijkheid wordt van tevoren zo volledig mogelijk beschreven zodat het pensioencontract completer wordt. Op die manier verschaffen deelnemers meer risicodragend vermogen aan pensioenfondsen zodat de risico's voor het balansresultaat van de pensioenfondsen beperkter zijn. De mismatch tussen de risico-



dragende beleggingen enerzijds en de harde nominale verplichtingen anderzijds wordt weggenomen aan de verplichtingenkant van de balans van de fondsen: de verplichtingen worden risicodragend. Ook maken deze rechten waardeoverdracht mogelijk van een groter deel van het pensioenvermogen, wat de arbeidsmobiliteit ten goede kan komen.

Eigendomsrechten en onzekere pensioenen

Voorwaardelijke rechten kunnen op ten minste drie verschillende manieren worden gedefinieerd. In de eerste plaats kan de individuele aanspraak op een van tevoren vastgelegde manier variëren met observeerbare risicofactoren, zoals de inflatie of de termijnstructuur van de rente. Een *unit-linked* verzekeringscontract (kader 1) en een nominaal gegarandeerde pensioenuitkering zijn voorbeelden van een dergelijke individuele aanspraak. Een tweede manier om de individuele aanspraak te definiëren is in termen van de verwachte reële uitkering en een maat van de onzekerheid daarin.

Een probleem met deze twee definities van eigendomsrechten is dat het weinig vrijheid geeft aan besturen om verdelingsregels en beleggingsbeleid aan te passen op basis van nieuwe inzichten. De compleetheid van het contract die deze twee definities van individuele rechten nodig hebben, is in de praktijk moeilijk haalbaar.

Om toch veranderingen in risicobeleid en het daarbij horende beleggings- en vereveningsbeleid toe te staan en tegelijkertijd individuele eigendomsrechten te beschermen kan men de individuele pensioenaanspraak ook definiëren als de marktwaarde van het – per definitie onzekere – pensioenrecht. Beleidswijzigingen van het fonds dienen dan de marktwaarde van de op de verschillende tijdstippen uit te keren pensioenen constant te houden. Dit kan eventueel bereikt worden door de verwachte hoogte van de uitkeringen aan te passen, bijvoorbeeld door deze te verlagen op het moment dat het fonds minder risico gaat nemen. Binnen deze disciplinerende randvoorwaarde heeft het pensioenfondsbestuur dan ruimte om zijn beleid discretionair te wijzigen. Als hiervoor wordt gekozen, is het van belang dat het UPO naast de pensioenprojecties ook de markt-

waarde van de opgebouwde rechten rapporteert. Deze waarde is ook relevant omdat dit de waarde is die overgedragen wordt bij verandering van pensioenfondsen.

Marktwaardering van voorwaardelijke rechten

Pensioenrechten waarden

Het waarden van de pensioentoezeggingen is om meerdere redenen van belang. Waardering is vereist voor het bepalen van de kostendekkende premie voor nieuwe opbouw en het beschermen van huidige deelnemers tegen het discontinuïteitsrisico van het fonds: als het fonds ophoudt te bestaan, moeten de verplichtingen op de markt kunnen worden gefinancierd. Waardering van de verplichtingen aan huidige generaties is ook nodig om te voorkomen dat het toekennen van toelagen aan huidige gepensioneerden resulteert in te veel ongedekte lasten die worden doorgeschoven naar de toekomst. Ten slotte is marktwaardering vereist om individuele eigendomsrechten te beschermen bij waardeoverdracht naar een fonds met een ander risicoprofiel of bij het veranderen van het beleggingsprofiel en de verdelingsregels van het huidige fonds.

Marktconsistent waarden

Afhankelijk van de aard van de pensioentoezegging kan de waardering in meer of mindere mate op basis van objectieve marktdata gebeuren. In ieder geval zal de waardering consistent moeten zijn met de op de markt geobserveerde marktprijzen voor zover deze een rol spelen bij de reële waarde van de pensioenuitkeringen. Deze consistentie voorkomt dat een deelnemer prikkels heeft het vermogen uit het fonds te halen om op de markt een beter pensioenresultaat te bereiken. Niet-marktconsistente waardering leidt ook tot een mismatch op de balans: de activa worden immers bij liquidatie per definitie marktconsistent gewaardeerd. Marktconsistente waardering wordt mede om deze redenen bepleit door de Nederlandse toezichthouders (DNB, 2011; AFM, 2011) en is inmiddels ook de norm van veel internationale regelgeving, waaronder de beoogde Europese IORP-regelgeving, Solvency II en de IFRS.

Modelafhankelijkheid van marktconsistente waardering

In sommige gevallen kan de marktconsistente waarde van een pensioencontract modelonafhankelijk bepaald worden. Dat geldt als de pensioenaanspraak conditioneel is op verhandelbare risico's. Een voorbeeld hiervan is een *unit-linked* verzekeringscontract waarin een beleggingsportefeuille volgens van tevoren afgesproken regels wordt uitgekeerd. Een ander voorbeeld zijn harde nominale rechten, omdat deze, afgezien van langlevensrisico, te waarden zijn met behulp van de marktwaarde van nominale obligaties met gelijke looptijd. Dit veronderstelt wel het bestaan van *default-free* obligaties, hetgeen steeds meer ter discussie staat. In het algemeen zal de marktwaarde van een contract niet alleen afhangen van geobserveerde marktprijzen, maar ook van additionele modelveronderstellingen omdat de individuele aanspraken ook afhan-

gen van risicofactoren die niet op de liquide markten verhandeld worden, zoals bijvoorbeeld inflatie en langlevensrisico. De toezichthouder zal goedkeuring moeten verlenen aan het gebruikte model, en fondsen mogelijk moeten verplichten de gebruikte modellen openbaar te maken. Aangezien modellen op basis van marktprijzen gekalibreerd moeten worden, zal voor pensioentoezeggingen, die vrijwel altijd verhandeld worden, de modelafhankelijkheid van de marktwaarde beperkt zijn.

Complexiteit van marktconsistente waardering

Value-based ALM (kader 1) kan in principe gebruikt worden om numeriek de marktconsistente waarde van rechten te bepalen, uitgaand van een door de toezichthouder te accorderen *pricing kernel* (kader 1).

Numerieke waardering is ook mogelijk als de uitkeringen op complexe wijze afhangen van het gekozen beleggingsbeleid, de uitsmeerregel en de beleidsstaffel (kader 1). In het algemene geval zal dit evenwel leiden tot weinig inzichtelijke waarderingsregels.

Een alternatief is om bij de bepaling en de waardering van de individuele rechten uit te gaan van een basisveronderstelling ten aanzien van de aard van de voorwaardelijkheid van de individuele rechten, bijvoorbeeld een risicoprofiel dat volgt uit de vereveningsmechanismen in het pensioenakkoord. Daarnaast kan een collectieve buffer worden aangehouden waarbij een beleidsstaffel aangeeft hoe en wanneer de collectieve buffer wordt omgezet in individuele aanspraken. Via knikken en plateaus in de beleidsstaffel kan er dan voor gezorgd worden dat het verlagen van nominale uitkeringen minder waarschijnlijk wordt. Op deze manier sluit het nieuwe pensioencontract nauw aan bij het bestaande contract. Waardering van individuele rechten tegen de nominale rentetermijnstructuur wordt vervangen door waardering tegen de reële rentetermijnstructuur plus een horizon en risico-afhankelijke opslag.

Renterisico

Een belangrijke vraag bij de waardering van voorwaardelijke pensioenrechten is in hoeverre de marktconsistente disconteringsvoet meebeweegt met renteveranderingen. Bij marktconsistente waardering van nominale garanties leiden rentefluctuaties direct tot fluctuaties in de kostendekkende premie van een gegeven pensioenopbouw. Bovendien resulteren deze fluctuaties in volatiliteit in dekkingsgraden en (verwachte) pensioenuitkeringen – tenzij renterisico's worden afgedekt. De commissie-Don (Don *et al.*, 2009) sprak een voorkeur uit voor aannames ten aanzien van maximum-verwachtingswaarden voor de totale rendementen en niet voor de risicopremies. Een consequentie hiervan is dat de rente-effecten op activa en passiva van een pensioenfonds fors uit elkaar kunnen lopen. Het maximaal verwachte nominale rendement op een portefeuille vastrentende waarde staat sinds de aanpassing als gevolg van het advies van de commissie-Don op 4,5 procent, maar in oktober 2011 is de feitelijke rente die gebruikt moet worden

De waarde van de huidige verplichtingen, en daarmee de jaarlijkse toe- en afslagen op de uitkeringen, kunnen echter wel gevoelig blijven voor de actuele marktrente

bij het waarderen van de nominale verplichtingen 2,5 procent. Een model waarin het verwachte rendement op vastrentende waarden bepaald wordt door de rentetermijnstructuur – plus vaste opslagen voor eventuele kredietrisico's in de vastrentende portefeuille – zou deze discrepantie kunnen wegnemen.

Er zijn redenen om de rentetermijnstructuur niet geheel te baseren op de waargenomen rentetermijnstructuur van swap-

contracten (kader 1).

Voor lange looptijden kan de swapmarkt onvoldoende liquide zijn. Daarom zou men de risicovrije rente voor lange looptijden kunnen baseren op een inschatting van de zeer lange rente, de *ultimate forward rate* die onafhankelijke experts periodiek vaststellen (Frijns en Menonides, 2011), wellicht mede op basis van empirische schattingen van modellen met een constante lange rente.

Ook als het verwachte rendement op de vastrentende portefeuille wordt gemodelleerd als rentetermijnstructuur plus opslag, is het nog de vraag of ook verwachte rendementen op zakelijke waarden fluctueren bij rentebewegingen. In de academische financieringsliteratuur wordt vrijwel steeds uitgegaan van de veronderstelling dat nominale risicopremies op zakelijke waarden bij benadering niet beïnvloed worden door renteschommelingen.

Voor de bepaling van de kostendekkende premie zijn met name de marktconsistente disconteringsvoeten voor lange looptijden van belang. Door het gebruik van de *ultimate forward rate* kan de rentegevoeligheid van de kostendekkende premie worden beperkt. Daarbij moet ook worden bedacht dat de reële rente minder volatiel is dan de nominale rente. Al met al lijkt de kostendekkende premie van voorwaardelijke rechten redelijk stabiel. Voor zover de kostendekkende premie blijft variëren, kan men de pensioenopbouw aanpassen om de premie te stabiliseren.



De waarde van de huidige verplichtingen, en daarmee de jaarlijkse toe- en afslagen op de uitkeringen, kunnen echter wel gevoelig blijven voor de actuele marktrente omdat kortlopende looptijden waarvan de waardering varieert met volatiele rentes op de markt belangrijker zijn binnen de huidige verplichtingen. Voor kortlopende verplichtingen zullen dus prikkels blijven bestaan om renterisico af te dekken als er geen risicopremie tegenover het renterisico staat die het voor jongere deelnemers aantrekkelijk maakt om dit risico te dragen.

Generatiebestendigheid

Drie restricties kunnen de generatiebestendigheid van voorwaardelijke pensioenrechten waarborgen.

Duurzame risicoprofielen en de waardering van verplichtingen

In de eerste plaats dient het pensioenfonds bij het berekenen van zijn verplichtingen er rekening mee te houden dat de huidige werkenden tijdens hun pensioen net zo goed beschermd moeten worden tegen risico's als de huidige gepensioneerden.

Het pensioenakkoord stelt voor om het effect van schokken niet direct in de uitkeringen te verrekenen maar uit te smeren over een periode van maximaal tien jaar. Deze uit-smeerregel impliceert dat werkenden meer risico dragen dan gepensioneerden. De uitkeringen aan de huidige gepensioneerden bewegen namelijk slechts gedeeltelijk mee met het beleggingsrisico, terwijl werkenden van 55 jaar of jonger pas met pensioen gaan na de uitsmeerperiode en dus het volledige risico dragen, inclusief de kosten van het ontzien van de huidige gepensioneerden. Deze impliciete risicodifferentiatie tussen jong en oud is verstandig omdat werkenden meer mogelijkheden hebben om risico op te vangen, bijvoorbeeld door hun pensioenleeftijd of spaargedrag aan te passen.

De risicodifferentiatie tussen jong en oud heeft wel twee belangrijke consequenties voor de disconteringsvoet waarmee de verplichtingen van het fonds worden berekend. In de eerste plaats is de disconteringsvoet horizon-afhankelijk. Nabije uitkeringen zijn

grotendeels beschermd tegen schokken zodat de disconteringsvoet voor deze uitkeringen dicht tegen de reële risicovrije rente ligt. Verder in de toekomst gelegen uitkeringen worden meer beïnvloed door schokken en kennen daarom een hogere disconteringsvoet. Fondsen moeten rekening houden met de relatief hoge kosten van de nabije uitkeringen om te voorkomen dat ze nu te veel uit gaan keren ten laste van jongeren. De tweede consequentie van risicodifferentiatie is dat fondsen niet de volledige risicopremie op hun huidige beleggingen kunnen meenemen bij de bepaling van hun discontovoet. De reden is dat de risicodifferentiatie tussen jong en oud een levenscyclus-risicoprofiel impliceert waarbij fondsen risico moeten terugnemen als de huidige werkenden met pensioen gaan. Rekenen met het verwachte rendement op de huidige portefeuille betekent dat de fondsen te weinig vermogen reserveren voor de verplichtingen aan werkenden en dat deze deelnemers daarom de kans lopen een risicovoller pensioen te krijgen dan de huidige gepensioneerden. Met andere woorden: het gekozen levenscyclus-risicoprofiel is niet duurzaam. Een afslag op het huidige rendement is niet alleen nodig voor fondsen die sterk vergrijzen en daarom in de toekomst een defensiever beleggingsbeleid zullen moeten gaan voeren. Het liquidatiebeginsel stelt immers dat fondsen bij discontinuïteit voldoende vermogen in kas moeten hebben om hun verplichtingen te kunnen overdragen aan een marktpartij. Ook moeten jonge fondsen over voldoende middelen beschikken om de marktwaarde van de verplichtingen over te kunnen dragen aan grijze fondsen als deelnemers daarom verzoeken.

Een alternatieve manier om werkenden te beschermen is om een extra buffer te vormen bovenop verplichtingen, berekend op basis van het verwachte rendement. Collectieve buffers suggereren echter een rijkdom waardoor de verleiding ontstaat de middelen te gebruiken voor andere doeleinden. De eigendomsrechten van werkenden zijn daarom beter beschermd als de voor hen gereserveerde gelden ook daadwerkelijk verplichtingen van het fonds zijn waarop werkenden aanspraak kunnen maken – bijvoorbeeld als zij overstappen naar een ander fonds. Daarom is het verstandig dat het pensioenakkoord inflatietoelagen onderdeel maakt van de verplichtingen, in plaats van dat deze toeslagen gedekt worden door een anonieme buffer zoals nu. Vooral jongere deelnemers worden daardoor beter beschermd.

Vermogen groter dan verplichtingen

Een tweede restrictie die de generatiebestendigheid waarborgt is dat het fonds te allen tijde voldoende middelen in kas moet hebben om aan zijn huidige verplichtingen te voldoen. Verder dient het beleggingsbeleid zo te worden ingericht dat de kans dat het fonds in onderdekking komt voldoende klein is.

De marktconsistente waardering van de verplichtingen is gebaseerd op de replicerende strategie die de risicoblootstellingen genereert die aan de deelnemer zijn toegezegd. Hoeveel vrijheidsgraden het fonds heeft om af te wijken van deze replicerende strategie hangt af van de omvang van de buffers, dus van het verschil tussen het vermogen en de waarde van de verplichtingen. Een grotere buffer impliceert dat er meer ruimte

is om mismatchrisico op te vangen tussen het replicerende beleggingsbeleid dat de aan de deelnemers toegezegde risicoblootstellingen genereert en het daadwerkelijke beleggingsbeleid.

Het hier voorgestelde risicotoezicht op voorwaardelijke verplichtingen lijkt op dat voor onvoorwaardelijke nominale verplichtingen. Met voorwaardelijke verplichtingen is het echter beter mogelijk om een hogere zekerheidsgraad voor het voorkomen van onderdekking op te leggen, zonder dat fondsen daardoor worden gedwongen om bij lage dekkinggraden hun risico's terug te nemen. De voorwaardelijke verplichtingen bewegen immers mee met schokken op financiële markten. Nu meer risico's expliciet naar de deelnemers worden geschoven en de deelnemers meer risicodragend kapitaal ter beschikking stellen, wordt de balans van de pensioenfondsen minder volatiel en kunnen fondsen voldoen aan de Europese regels voor de solvabiliteit van hun balans, zonder dat ze daardoor worden gedwongen hun beleggingsbeleid te veranderen; door te zeggen wat ze doen en de risico's te borgen bij hun deelnemers kunnen fondsen risicovol beleggen zonder dat hun balansresultaat volatiel wordt.

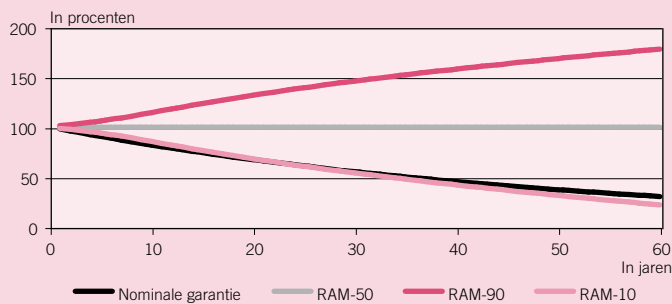
Marktwaaarde per horizon constant

Als derde en laatste restrictie dient het pensioencontract zo vormgegeven te worden dat een pensioenfondsbestuur niet blootstaat aan ongewenste prikkels om toeslagen te verleenen aan huidige gepensioneerden ten laste van de pensioenuitkomst van, met name, de jongere actieven. Hiervan zou sprake kunnen zijn als, door beleggingsrisico te nemen, meer toeslagen kunnen worden verleend aan gepensioneerden (Kocken, 2011). Het gevaar dat besturen in de verleiding zouden komen om marktwaarde naar het heden te verschuiven door meer risico te nemen, kan worden bezwoeren door in de regelgeving op te nemen dat een aanpassing van het beleggings- of uitsmeerbeleid niet mag leiden tot verandering van de marktconsistente waarde op enige horizon. Op deze manier zijn de individuele eigendomsrechten van de verschillende cohorten beter beschermd.

Figuur 1 illustreert de regel dat een verandering van risicoprofiel de marktwaarde per horizon constant moet houden met de conversie van een nominaal risicoloos risicoprofiel naar een risicovol profiel. Daarbij wordt verondersteld dat een pensioenfonds een nominale dekkinggraad heeft van honderd procent terwijl de toekomstige inflatie twee procent is. Dat impliceert dat de koopkracht van de nominale pensioenuitkeringen elk jaar met twee procent afneemt. De doorgetrokken lijn in figuur 1 geeft dit koopkrachtprofiel weer. Het risicovolle contract is zo gekozen dat op een horizon van tien jaar en langer de huidige aandelenmarktschokken voor vijftig procent doorwerken in de uitkering. In de eerste tien jaar worden de schokken echter slechts gedeeltelijk doorgegeven conform het in het pensioenakkoord voorgestelde rendementsaanpassingsmechanisme (RAM). Verondersteld wordt dat de aandelenrisicopremie vier procent is, zodat de risicopremie op het langetermijnrisicoprofiel (vijftig procent van vier procent) precies overeenkomt met de inflatie (twee procent). Dat is de reden dat op langere termijn de verwachte koopkracht van de uitkeringen in het risicovolle risicoprofiel stabiliseert, en wel op een niveau van ruim negentig procent. In de eerste jaren daalt echter de ver-

Figuur 1

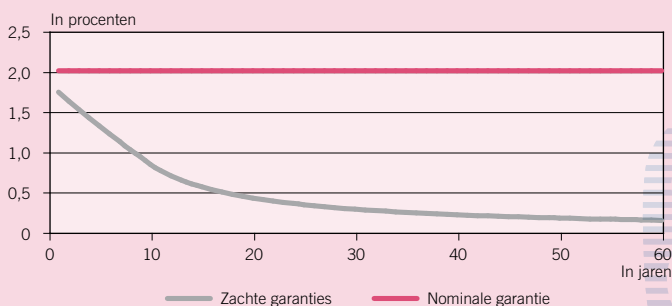
Koopkracht nominale garantie en ingevaren RAM-contract¹.



¹ RAM-50, RAM-10 en RAM-90 geven respectievelijk de mediaan en het tienprocents- en het negentigprocentspercentiel weer onder het RAM-contract.

Figuur 2

Gemiddeld verwachte koopkrachtverlies per jaar voor nominale garantie en RAM-contract¹.



¹ RAM-50, RAM-10 en RAM-90 geven respectievelijk de mediaan en het tienprocents- en het negentigprocentspercentiel weer onder het RAM-contract.

wachte koopkracht. Door de verevening lopen ouderen minder beleggingsrisico en daarom profiteren ze ook minder van de risicopremie. Voorts geldt dat de kans ongeveer negentig procent is dat de koopkracht van de uitkering in het risicovolle profiel hoger uitkomt dan in geval van nominale garanties en daarop afgestemd beleggingsbeleid.

Figuur 2 laat zien dat de gemiddelde verwachte jaarlijkse indexatiekorting groter is voor ouderen (met een korte horizon) dan voor jongeren (met een lange horizon). Ouderen krijgen meer zekerheid dan jongeren en betalen daarvoor een prijs in termen van slechtere indexatievooruitzichten. Op deze manier speelt het risicoprofiel in op de verschillende omstandigheden van groepen. Door werkenden risicovollere aanspraken te geven dan gepensioneerden kan voor werkenden worden ingezet op het behoud van indexatiepotentieel en voor gepensioneerden op het beperken van neerwaarts risico. Het organiseren van deze tweezijdige intergenerationale solidariteit is een belangrijke toegevoegde waarde van pensioenfondsen: in goede tijden zijn gepensioneerden solidair met werkenden en in slechte tijden is dat andersom. Het pensioenakkoord is een belangrijke stap naar het duurzamer en transparanter vormgeven van deze intergenerationale risicodeling.

Conclusies

Het nieuwe pensioencontract geeft pensioenfondsen een grotere beleidsvrijheid om hun risicoprofiel te kiezen. Deze grotere beleidsvrijheid impliceert een grotere verantwoordelijkheid. Toezicht op pensioenfondsen kan hen disciplineren bij het benutten van deze grotere beleidsvrijheid. Daarbij zijn vier kernelementen van gewenste disciplinerende geïdentificeerd. Er moet sprake zijn van heldere communicatie over verwachte koopkracht en koopkrachtrisico's. Eigendomsrechten van individuele deelnemers dienen adequaat te worden vastgelegd en geborgd. Kostendeckende premies, waardeoverdracht en toeslagen moeten marktconsistent bepaald worden. En ten slotte, duurzame risicoprofielen waarbij mogelijke prikkels om waarde over te dragen van jongeren naar ouderen of andersom worden

weggenomen door de marktwaarde van individuele rechten constant te houden bij aanpassing van beleggingsbeleid en uitsmeerregels. Als aan deze voorwaarden is voldaan, kan het nieuwe pensioencontract de wensen van gepensioneerden en werkenden verzoenen en zorgen voor een houdbaar pensioenstelsel.

LITERATUUR

- AFM (2011) *Pensioenakkoord vraagt om duidelijkheid over risico's*. Document opgesteld ter voorbereiding hoorzitting Tweede Kamer. Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten.
- DNB (2011) *Zachte contracten vragen om een stevig toezichtskader*. Document opgesteld ter voorbereiding hoorzitting Tweede Kamer. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- Don, H., C. Driessen, C. van Ewijk, K. Knot en B. van Popta (2009) *Advies betreffende parameters pensioenfondsen*. Den Haag: Commissie Parameters.
- Ewijk, C. van, en C.N. Teulings (2011) *Nieuw pensioencontract onvermijdelijk*. CPB Policy Brief, 2011(1).
- Frijns, J. en J. Mensonides (2011) *Begrenzing marktwaardering pensioenverplichtingen*. ESB, 96(4614&4615), 430-433.
- Frijns, J., J. Nijssen en B. Scholtens (2010) *Pensioen: onzekere zekerheid*. Den Haag: Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer.
- Goudswaard, K., R. Beetsma, T. Nijman en P. Schnabel (2010) *Een sterke tweede pijler*. Den Haag: Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen.
- Kocken, T. (2011) *Financiële contracten tussen generaties en de noodzaak van arbitragevrije waardering*. Amsterdam: Vrije Universiteit Amsterdam.
- Nijman, T.E. en A.L. Bovenberg (2011) *Bouwstenen voor nieuwe pensioencontracten en uitdagingen voor het toezicht daarop*. Netspar design paper, 3.