

# Opsplitsing pensioenfondsen inefficiënt

Verscheidene pensioen-economen betogen voor het opsplitsen van pensioenfondsen in leeftijdsgroepen, om conflicten tussen generaties te verminderen. Maar daarmee pleiten ze indirect ook voor efficiëntieverlies en een lager pensioen, waarmee alle pensioendeelnemers – jong en oud – dus per saldo slechter af zijn. Beter is het om de governance te versterken en binnen het ongedeelde pensioenfonds naar leeftijd te differentiëren, daar waar dat kan en nuttig is.

**ROEL BEETSMA**  
MN hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam

**EDUARD PONDS**  
Coördinator onderzoek en innovatie pensioenen bij APG en bijzonder hoogleraar aan de Universiteit van Tilburg

**K**eith Ambachtsheer, de Canadese pensioengoeroe van Nederlandse origine, heeft onlangs enkele keren betoogd om de Nederlandse pensioenfondsen te splitsen in twee afzonderlijke fondsen, waarvan er een (het ‘annuïteitenfonds’) gericht zou moeten zijn op het waarmaken van garanties en het andere op het bieden van extra rendement (FD, 2013; I&PE, 2013). Dit laatste fonds noemen we voor het gemak het ‘rendementsfonds’. Jongeren zouden vooral in dit fonds moeten participeren, terwijl ouderen vooral in het annuïteitenfonds zouden moeten zitten. Met het stijgen van de leeftijd zouden deelnemers langzaam maar zeker met hun pensioenbezittingen van het rendementsfonds naar het annuïteitenfonds schuiven. Deze ideeën leven ook in het Nederlandse pensioendebat, waarbij enkele politieke partijen, waaronder het CDA en D66, nog een stap verder gaan door ervoor te pleiten om Nederlandse pensioenfondsen op te splitsen naar individuele rekeningen (Bergamin *et al.*, 2014).

Door het pensioenvermogen op te delen, kan er inderdaad ingespeeld worden op leeftijdsvoorkeuren en kunnen

verdelingsconflicten verminderd worden. Een belangrijk bezwaar is echter dat dit ten koste gaat van de efficiëntie, dat wil zeggen dat de individuele deelnemer uiteindelijk minder pensioen per euro inleg verwerft. Indien leeftijdsdifferentiatie gewenst is, kan deze ook goed bereikt worden binnen een ongedeelde fonds, dus met de voordelen van collectief beleggen en met deling van risico's tussen opeenvolgende cohorten.

Waarom leidt opdeling van een fonds tot een lager pensioen per euro ingelegde premie? Neem het voorbeeld van een individu in een collectief pensioenfonds dat een vaste mix van vijftig procent aandelen en vijftig procent obligaties aanhoudt. Zo'n individu zal gemiddeld over zijn leven een grotere blootstelling aan aandelen kennen, en dus een hoger verwacht rendement maken op zijn inleg, dan iemand die individueel of via leeftijdsklassen belegt volgens het levenscyclusmodel, dus met een initiële verhouding van, zeg, 100/0 procent in aandelen en obligaties naar 20/80 procent tijdens de pensioenfase. De verklaring ligt in de weging van de blootstelling met het vermogen. Bij beleggen volgens het levenscyclusmodel moet het individu risico reduceren, en dus verwacht rendement opgeven, op het moment dat het belegde vermogen het grootst is. Dit is niet het geval bij het ongedeelde collectieve fonds – daar kan het deel in aandelen ongewijzigd blijven, ook wanneer het vermogen met de leeftijd groeit. De facto maakt het fonds gebruik van het feit dat het beleggingsrisico op hogere leeftijd gedeeld kan worden met jongere en nieuwe deelnemers. Mee- en tegenvallers kunnen worden geabsorbeerd in het collectief belegde vermogen en daarmee worden uitgesmeerd in de tijd. Door de verplichte deelname en het uitsmeren in de tijd wordt voor elke deelnemer het risicodraagvlak vergroot en kan met dezelfde risico-acceptatie op jaarbasis collectief meer beleggingsrisico worden genomen dan het individu dat kan. Dit is het standaardprincipe van de zogenoemde intergenerationele risicodeling die belicht is in verschillende academische studies, waaronder Gollier (2008) en Cui *et al.* (2011). Ook wanneer in het nieuwe toezichtskader opgelegd wordt dat de uitsmeerperiode niet langer mag

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.

zijn dan tien jaar, blijft staan dat risicodeling via een collectief beheerd fonds efficiënter is dan een individueel beheerd vermogen. Ook bij een korte uitsmeerdur kan het vermogen behorend bij de aanspraken van de gepensioneerden risicovoller worden aangehouden dan een individueel beheerd vermogen, omdat in het collectief beheerde fonds mee- en tegenvallers over de toegestane duur kunnen worden uitgesmeerd in de tijd.

Als een pensioenfonds de voorkeur heeft om wat betreft de risicoblootstelling onderscheid te maken naar leeftijd, dan kan dat met het oog op het voorkómen van efficiëntieverlies ook heel goed binnen één fonds met een ongedeelde vermogen. De opdeling naar risicograad kan daarbij beperkt zijn tot het minimale aantal van twee groepen van aanspraken, maar de opdeling van aanspraken kan ook naar leeftijdscohorten. Hier worden beide varianten besproken.

#### EERSTE VARIANT

Bij de opdeling van de aanspraken in twee groepen kunnen we in lijn met Ambachtshoer onderscheid maken naar een annuïteitenfonds en een rendementsfonds. De aanspraken aangehouden in het annuïteitenfonds zijn daarbij te typeren als hard. Dat wil zeggen relatief risicovrij en daarom slechts in beperkte mate delend in de onzekerheden die een fonds treffen. De aanspraken aangehouden in het rendementsfonds absorberen daarentegen het grootste deel van de onzekerheden en zijn te typeren als zacht. Dat zou wel betekenen dat de zachte rechten, in ruil voor het grotere risico dat ze lopen, een gemiddeld hogere indexatie moeten krijgen dan de harde rechten. Alles kan dus desgewenst binnen één fonds, dat in principe zelfs exact dezelfde beleggingsportefeuille kan aangehouden als de twee fondsen van Ambachtshoer tezamen. Nog steeds is het mogelijk om risico's tussen cohorten te delen. Dat kan op hetzelfde moment doordat ieder van de aanwe-

zige cohorten een deel van het beleggingsrisico absorbeert, zij het dat jongere cohorten er meer van absorberen dan de oudere.

#### TWEEDE VARIANT

Bij de opdeling van de aanspraken kan ook de stap worden gezet naar opdeling van de risico-exposure naar leeftijden, waarmee nog beter kan worden ingespeeld op de uiteenlopende capaciteiten voor jonge en oudere deelnemers om risico's te absorberen. Leeftijdifferentiatie kan binnen de bestaande institutionele structuur van de Nederlandse pensioenfondsen gerealiseerd worden, en wel als volgt. Het pensioenfonds is in feite te interpreteren als een stelsel van uitgestelde en ingegane (reële) annuïteiten, waarbij de annuïteiten jaarlijks aangroeien met de regels die het fonds hanteert voor het verdelen van de jaarlijkse vermogensaan groei. Dit kan een uniforme indexatieregel zijn zoals fondsen die tot dusverre (steeds) hebben gehanteerd. Een uniform indexatiebeleid impliceert dat jonge en oude deelnemers hetzelfde risicoprofiel krijgen opgelegd. Het is mogelijk om over te stappen naar een leeftijd-specifieke indexatieregel. Die indexatie kan bijvoorbeeld voor de jonge deelnemer een sterke link met het aandelenrendement inhouden en voor de oudere deelnemer een sterke link met prijsindexatie. Wederom kan ook een deel van de risico's worden gedeeld in de tijd met toekomstige cohorten via uitsmeren. Er zijn inmiddels verschillende voorstellen gedaan hoe leeftijdsspecifieke indexatie ingevuld kan worden. (Ponds, 2008; Beetsma en Bucciol, 2011a; 2011b; Molenaar en Ponds, 2012)

#### SPLITSING HEEFT NADELEN

Naast het nadeel van een efficiëntieverlies levert een splitsing van het pensioenfondsvermogen in afzonderlijke annuïteiten- en rendementsfondsen ook andere nadelen op (Swierstra, 2014).

Zo'n nadeel van de splitsing betreft de vraag hoe men bij opsplitsing het bestaande vermogen moet toekennen aan de verschillende deelnemers. Zodra de splitsing heeft plaatsgevonden, zijn de verdelingsproblemen misschien kleiner geworden, maar voordat de splitsing wordt uitgevoerd, moet er nog steeds een besluit worden genomen hoe dat moet gebeuren. Mogelijke juridische complicaties van de splitsing worden hierbij nog buiten beschouwing gelaten.

Het laatste probleem van de splitsing betreft de ingrijpende gevolgen voor de inrichting van het toezicht. Op de twee fondsen moeten immers verschillende toezichtseisen van toepassing worden gemaakt, anders kunnen ze niet hun beoogde doel bereiken. Het annuïteitenfonds zal inderdaad relatief gemakkelijk aan de huidige zekerheidsmaat van het toezicht kunnen voldoen, maar welke eisen moeten aan het andere fonds worden gesteld? Dat is niet op voorhand duidelijk, waardoor een goede invulling van het toezicht een moeizaam proces kan worden.

#### CONCLUSIE

Samenvattend kan worden gesteld dat het eventuele voordeel van het splitsen van pensioenfondsen in annuïteiten- en rendementsfondsen in de vorm van leeftijdsspecifiek beleggen ook kan worden verkregen binnen de huidige ongedeelde fondsen, maar dan zonder genoemde nadelen, waarvan het efficiëntieverlies het belangrijkste is.

#### LITERATUUR

Beetsma, R. en A. Bucciol (2011a) Consequences for welfare and pension buffers under alternative methods of discounting future pensions. *Journal of Pension Economics and Finance*, 10(3), 389–415.

Beetsma, R. en A. Bucciol (2011b) Differentiating indexation in Dutch pension funds. *De Economist*, 159(3), 323–360.

Bergamin, E., A.L. Bovenberg (2014) Collectief stelsel met meer maatwerk en minder generatieconflicten. *ESB*, 99(4679), 102–105.

Cui, J., F. de Jong en E. Ponds (2011) Intergenerational risk sharing within funded schemes. *Journal of Pension Economics and Finance*, 10(1), 1–29.

FD (2013) Splits pensioenfondsen in tweeën. *Het Financieel Dagblad*, 27 december.

Gollier, C. (2008) Intergenerational risk sharing and risk taking of a pension fund. *Journal of Public Economics*, 92(5/6), 1463–1485.

I&PE (2014) *Industry veteran Ambachtshoer criticizes Dutch pension system*. Film door Investments & Pensions Europe, 11 februari.

Molenaar, R. en E.H.M. Ponds (2012) Risk sharing and individual lifecycle investing in funded collective pensions. *Journal of Risk*, 15(2), 103–124.

Ponds, E.H.M. (2008) *Naar meer jong en oud in collectieve pensioenen*. Inaugurale rede. Tilburg: Tilburg University Press.