

# Meer transparantie over minder pensioen

Er wordt regelmatig gepleit voor een pensioencontract zonder intergenerationele overdrachten: de zogeheten generatierekeningen. Generatierekeningen zijn nuttig om mee te rekenen, maar bieden geen basis voor een beter pensioencontract. Uit analyse van de voor- en nadelen hiervan blijkt dat de introductie van cohortfondsen tot een verwacht lager pensioen zal leiden.

## JURRE DE HAAN

Senior beleidsmedewerker bij APG

## FIEKE VAN DER LECQ

Bijzonder hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam

**V**an oudsher kennen de meeste werknemerspensioenregelingen in Nederland een collectief karakter. Ze worden uitgevoerd door pensioenfondsen en pensioenverzekeraars. De pensioenfondsen hanteren daarbij voor al hun deelnemers een uniform beleid op het gebied van premiestelling, pensioenopbouw en beleggingsbeleid. Schokken op financiële markten en in de levensverwachting worden verdeeld over en tussen verschillende generaties. De verdeling van deze schokken kan leiden tot discussie. Deze spanning is voornamelijk zichtbaar tussen jongere en oudere generaties. Een actueel voorbeeld daarvan is de vraag of een bepaalde generatie een onevenredig hoge prijs betaalt tijdens een crisissituatie, vooral wanneer er gekort moet worden op pensioentoezeggingen en -uitkeringen. Onder andere vanwege deze mogelijkheid van generationele herverdeling schrijft de Pensioenwet voor dat het bestuur zich moet richten naar de belangen van alle betrokkenen. Een pensioenfondsbestuur probeert daarbij in zijn beleidsbeslissing tot een pakket van maatregelen te komen die een evenredig effect hebben op alle belanghebbenden.

De techniek van generatierekeningen is daarbij een bruikbare methode voor pensioenfondsbesturen. Door mid-

del van deze techniek kunnen herverdelingen tussen leeftijdscohorten door middel van optietheorie worden berekend. Dit maakt het voor pensioenfondsen inzichtelijk welke beleidsmaatregelen op welke manier de verschillende cohorten beïnvloeden (Huang, 2010; Ponds, 2011). Op die manier kunnen pensioenfondsbesturen tot zorgvuldige beleidsbeslissingen komen.

Vanwege de uiteenlopende belangen van verschillende generaties wordt geregeld de mogelijkheid geopperd om het pensioencontract te hervormen naar een systeem zonder intergenerationele overdrachten, met behoud van enkele voordelen van collectieve contracten. Een concreet voorstel hiervoor zijn fondsen op basis van generatierekeningen (Teulings en De Vries, 2006; Bos en Pikaart 2011; Boeljaars *et al.*, 2012). De overstap naar dit type pensioencontract gaat verder dan het enkel berekenen van generatie-effecten binnen het pensioenfonds en impliceert het daadwerkelijk opsplitsen van huidige fondsen in cohortfondsen.

Binnen deze cohortfondsen heeft iedere generatie zijn eigen collectieve beleggingsbeleid dat is afgestemd op de rendementsdoelstellingen en risicovoorkuren van het leeftijdscohort. De resultaten van dit beleggingsbeleid worden enkel en alleen toegekend aan de betreffende generatie met bijvoorbeeld een bandbreedte van vijf à tien jaar. Daardoor is er alleen nog sprake van solidariteit binnen generaties (intra-generationale solidariteit). Er zijn echter geen overdrachten meer van de ene generatie naar de andere (intergenerationele solidariteit). Een rechtstreeks gevolg van een verschillend beleggingsbeleid per generatie is dat iedere generatie tevens een ander beleid kan voeren ten aanzien van pensioenopbouw en pensioenpremie. De risico's betreffende het leven, zoals sterfte en arbeidsongeschiktheid, blijven collectief verzekerd. Door de collectiviteit die gewaarborgd blijft, kunnen schaalvoordelen behouden blijven. Cohortfondsen hebben verschillende voor- en nadelen ten opzichte van het huidige pensioencontract. Bespreking daarvan draagt bij aan gefundeerde afwegingen omtrent eventuele implementatie.

**DE VOORDELEN**

Binnen het huidige pensioencontract is het beleggingsbeleid uniform voor alle deelnemers. Het moet een afspiegeling zijn van de preferenties inzake risico's en rendementen van het collectief van deelnemers. Een voordeel van cohortfondsen is dat per leeftijdscohort een beleggingsbeleid gekozen kan worden dat aansluit bij de risicopreferenties van dat betreffende cohort. Vanuit de traditionele levenscyclustheorie is het optimaal wanneer jongere generaties meer beleggingsrisico kunnen nemen dan in een collectief systeem het geval is, terwijl oudere generaties meer zekerheden inboeken. De reden hiervoor is dat jongeren meer menselijk kapitaal hebben. Zij kunnen schokken op financiële markten opvangen door extra te gaan werken (Bodie *et al.*, 1992).

Binnen het voorstel tot cohortfondsen heeft ieder leeftijdscohort zijn eigen beleggingsbeleid, waardoor er geen spanningen tussen jong en oud zijn. Er is enkel sprake van risicodeling tussen de belanghebbenden binnen een generatie. Een eigen beleggingsbeleid voor jongere generaties kan de angst wegnemen dat pensioenfondsen te veel rekening houden met de risicopreferenties van oudere generaties als gevolg van de vergrijzing. Daarbij moeten de rendementen van dat risicovollere beleggingsbeleid dan ook bij de jongeren terechtkomen. Een gedifferentieerd beleggingsbeleid impliceert dan ook een gedifferentieerde toekenning van pensioenrechten: de doorsneeopbouw wordt verlaten.

Een ander voordeel van cohortfondsen ten opzichte van de huidige pensioencontracten is een heldere toekenning van eigendomsrechten. In de huidige pensioencontracten bouwen deelnemers een bepaalde nominale toezegging op, maar zijn er geen expliciete afspraken over het toekennen van overschotten bij goede beleggingsresultaten of de verdeling van tekorten

in tijden van onderdekking. Dit is anders bij cohortfondsen. Hierbij worden geen tekorten of overschotten meer met toekomstige generaties gedeeld: een bepaalde generatie hoeft hierdoor dus niet meer bij te dragen aan het tekort van een andere generatie. Dit komt ten goede aan de transparantie en maakt waarde-overdracht eenvoudiger. Ook kunnen cohortfondsen makkelijker meebewegen met ontwikkelingen in de demografie, doordat de omvang van de cohorten niet van invloed is op herverdelingen. Elk cohort (de)cumuleert immers alleen voor zichzelf. Dit voorkomt bovendien dat ongeboren generaties bij het pensioencontract worden betrokken ingeval tegenvallers ook aan hen worden toegerekend, terwijl zij hierover niet kunnen onderhandelen.

**DE NADELEN**

Anders dan in het huidige collectieve pensioencontract kunnen mee- en tegenvallers van beleggingsresultaten bij een overstap naar een systeem met cohortfondsen niet meer worden verdeeld over de gehele populatie van deelnemers aan het pensioenfonds. Door het verdwijnen van intergenerationale risicodeling is de volatiliteit van het beleggingsresultaat per deelnemer hoger dan in het huidige pensioensysteem. Het instrument van intergenerationale risicodeling leidt tot een circa 25 procent lagere volatiliteit van de uiteindelijke pensioenuitkomsten ten opzichte van een stelsel met individuele pensioenrekeningen, zonder intergenerationale risicodeling (Gollier, 2008). Door dit lagere risico levert intergenerationale risicodeling een welvaartswinst op van tussen de 2,3 en 19 procent van de consumptie (Bonenkamp en Westerhout, 2011). Hierdoor is zelfs een collectieve pensioenregeling die in een situatie van onderdekking verkeert nog steeds aantrekkelijk voor jongere generaties ten opzichte van een individuele regeling. Een startdekkingsgraad van 89 procent is de ondergrens waar vanaf een collectief pensioensysteem welvaartsverhogend is (Siegmann, 2011). Komt een pensioenfonds onder deze grens, dan is deze niet meer welvaartsverhogend voor een nieuwe deelnemer. Een deel van de premie van de nieuwe deelnemer zal dan namelijk niet meer worden aangewend voor pensioenopbouw, maar voor het herstel van de financiële positie van het pensioenfonds. Bij een lagere dekkingsgraad zal dit hersteleffect de welvaartswinst van een collectief pensioensysteem domineren. In de praktijk is het echter moeilijk denkbaar dat de dekkingsgraad zich langdurig onder dit niveau begeeft, doordat de prudentiële toezichthouder pensioenfondsen zal dwingen over te gaan tot additionele bijdragen of korting van pensioenrechten. Hierdoor blijft het welvaartsverhogende effect van collectieve pensioensystemen behouden.

Een tweede nadeel van een overstap naar een systeem waarbij ieder leeftijdscohort zijn eigen beleggingsmix heeft, is dat deelnemers hun beleggingsmix aanpassen zodra zij in een volgend leeftijdscohort terecht komen. Hoe vaak deelnemers in een ander cohort terecht komen, is overigens lastig te bepalen (kader 1). Het beursklimaat op het moment van de omzetting van de beleggingsmix kan dan van grote invloed zijn op de hoogte van de pensioenuitkomst. Een gevolg hiervan is dat cohorten met zeer uiteenlopende pensioenresultaten eindigen. De winst of het verlies op een bepaalde beleggingsmix kan namelijk niet worden toegekend aan andere generaties, ook niet die binnen de populatie van reeds actieve cohorten. Om de volatiliteit in pensioenuitkomsten te mitigeren, zouden pen-

**Omvang cohorten****KADER 1**

Om het risicodraagvlak te vergroten binnen een pensioensysteem met cohortfondsen, zou er voor gekozen kunnen worden om grotere leeftijdscohorten te hanteren, van bijvoorbeeld twintig jaar. Dit brengt echter het probleem met zich mee dat mensen aan de rand van een groot cohort wel solidair zullen zijn met deelnemers die bijvoorbeeld negentien jaar eerder zijn geboren, maar niet met deelnemers die twee jaar later zijn geboren. Bij sterk wisselende uitkomsten per cohort kan dit tot gevoelens van onvrede leiden en kunnen deelnemers zich mogelijk beroepen op redelijkheid en gelijke behandeling om van dat andere cohort mee te profiteren. Bovendien blijft bij grote leeftijdscohorten de spanning over het te voeren beleggingsbeleid tussen de belanghebbenden bestaan. Bij een kleiner leeftijdscohort, bijvoorbeeld van drie jaar, zullen deze spanningen tussen de belanghebbenden kleiner zijn, maar dit betekent een stap naar nog kleinere collectieven, met een kleiner risicodraagvlak, hogere kosten en frequentere aanpassingen van de individuele beleggingsmix.

Daarnaast gaan de voorstellen voor cohortfondsen uit van de veronderstelling dat de risicopreferentie binnen een leeftijdscohort homogeen is, maar in werkelijkheid is deze binnen cohorten heterogeen, bijvoorbeeld door verschillen in opleidingsniveau en salaris. Dit kan hierdoor leiden tot een vraag voor verdere diversificatie van beleggingsbeleid binnen de diverse leeftijdscohorten. De optimale omvang en samenstelling van de generaties is dan ook moeilijk te bepalen.

SINDS 1916

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.

sioenfondsen voor een conservatievere beleggingsmix kunnen kiezen, maar ook dat heeft zijn prijs: een lager verwacht rendement en daardoor een lager pensioen.

#### OVERIGE AANDACHTSPUNTEN

Als er wordt gekozen voor cohortfondsen, is een belangrijke praktische vraag hoe deze in de praktijk vormgegeven kunnen worden. De beleggingsmix in de generatierekeningmodellen gaat uit van de optimale levenscyclustheorie. Bij een dergelijk beleggingsbeleid neemt het beleggingsrisico gedurende de levenscyclus af. Teulings en De Vries (2006) laten in hun voorstel voor cohortfondsen zien dat jongeren veel risico moeten nemen in het begin van hun pensioenopbouw om tot een adequaat pensioeninkomen te komen: zij moeten hun eigen inkomen 5,5 keer lenen en dit in aandelen investeren. Indien jongeren al een dergelijk risico zouden willen aangaan, dan lijkt een dergelijke constructie in de praktijk niet mogelijk, bijvoorbeeld omdat er weinig tegenpartijen te vinden zullen zijn om dit kapitaal uit te lenen. Zodoende kan de optimale levenscyclustheorie in de praktijk niet worden toegepast, waardoor cohortfondsen niet het theoretisch mogelijke rendement opbrengen.

In een systeem van cohortfondsen blijft de solidariteit binnen een bepaald leeftijdscohort bestaan, bijvoorbeeld op het gebied van langlevensrisico. Toch lijkt het lastig het langlevensrisico enkel binnen het cohort te delen. Dit is niet alleen het geval wanneer cohorten als geheel ouder worden dan gedacht, maar ook doordat dit voor sommige cohorten sterker het geval zal zijn dan voor andere. Wanneer de deelnemers in een bepaald cohort veel ouder worden dan geraamd, dan is het de vraag wie de lasten dragen voor hun langere leven. Hypothetisch gezien kan de pensioenpot van een bepaalde generatie immers leeg raken, terwijl er nog deelnemers in leven zijn, die bijvoorbeeld ouder worden dan honderd jaar. Dan is het te laat om met de gebruikelijke instrumenten van premie en korting bij te sturen. Daarnaast speelt het probleem van de groepsgrootte. Bij een kleiner fonds is de kans reëel dat een opdeling in cohorten al snel tot eenheden leidt die voor het delen van langlevensrisico onvoldoende groot is en dus onvoldoende draagvlak biedt. Een alternatief is daarom om het langlevensrisico van elk cohort onder te brengen bij een verzekeraar. De omzetting van het vermogen betekent echter wel dat er vanaf het moment van omzetting geen beleggingsrisico meer kan worden genomen. Hun pensioenvermogen dient dan immers te worden omgezet te worden in een annuïteit, waarbij een bepaalde uitkering wordt toegezegd. Dit gaat niet alleen gepaard met een conversierisico, maar ook ten koste van het verwachte rendement en daarmee het verwachte pensioeninkomen.

Een derde praktisch probleem zit in de transitie. De overstap op cohortfondsen zal een einde betekenen aan het systeem van doorsneeopbouw en doorsneepremie. Het afschaffen van de doorsneepremie zal niet alleen de arbeidsmarktpositie van ouderen verslechteren doordat hun pensioenpremie fors zal stijgen, maar is voor huidige ouderen ook duur. Generaties die in het verleden netto-betaler zijn geweest aan het doorsneesysteem, en de transitie meemaken voor het moment dat ze zelf netto-ontvanger worden, zullen een compensatie verlangen. Volgens berekeningen kunnen de kosten voor het financieren van de doorsneepremie oplopen tot

twintig procent van de dekkingsgraad (Boeijen *et al.*, 2006).

Ten slotte kan door een impliciete afschaffing van de doorsnee-opbouw de verplichtstelling onder druk komen te staan. De verplichtstelling in Nederland wordt door het Europees Hof van Justitie namelijk getolereerd vanwege de grote mate van solidariteit. De mededingingsrechtelijke jurisprudentie geeft echter geen uitsluitel of door afschaffing van de doorsnee-opbouw de verplichtstelling in Nederland niet langer houdbaar is. Met betrekking tot de verplichte deelname hebben eerdere ervaringen in andere landen laten zien dat wanneer deze vervalt, dit resulteert in minder pensioensparingen waarvan de rekening pas op lange termijn zichtbaar wordt (Van Els *et al.*, 2006).

#### CONCLUSIE

De overstap naar cohortfondsen zal de transparantie rondom de pensioenregelingen ten goede komen. Bovendien komt er een einde aan het lopende generatiedebat. De prijs hiervan is echter hoog: deelnemers zullen worden geconfronteerd met een lager en sterker uiteenlopend verwacht pensioen. Buiten de praktische bezwaren, zoals de kosten van de transitieproblematiek, zal een pensioensysteem dat is gebaseerd op cohortfondsen namelijk niet meer kunnen profiteren van intergenerationele risicodeling. Hierdoor zal de beleggingsmix naar alle waarschijnlijkheid conservatiever worden, uitgaande van een gelijk risicoprofiel. Hierdoor zullen zowel jongeren als ouderen door de overstap naar cohortfondsen geconfronteerd worden met een lager verwacht pensioen, dat bovendien sterk zal wisselen tussen generaties. Er is daarom veel voor te zeggen om de intergenerationele risicodeling in pensioencontracten te behouden.

#### LITERATUUR

- Bodie, Z., R.C. Merton en W. Samuelson (1992) Labor supply flexibility and portfolio choice in a life-cycle model. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 16(juli-oktober), 427–449.
- Boeijen, T.A.H., C. Jansen, C.E. Kortleve en J.H. Tamerus (2006) Leeftijdssolidariteit in de doorsneepremie. In: Lecq, S.G. van der, en O.W. Steenbeek (2006) *Kosten en baten van collectieve pensioensystemen*. Deventer: Kluwer, 97–118.
- Boeljaars, I., P. le Doux en T. Ronnes (2012) Welke slimmerik belooft mensen nog een welvaartsvast pensioen over 40 jaar? *De Volkskrant*, 11 maart.
- Bonenkamp, J.P.M. en E.W.M.T. Westerhout (2011) Pensioenen na de grote recessie: einde intergenerationele risicodeling? *TPE digitaal*, 5(2), 83–99.
- Bos, G. en M. Pikaart (2011) Duurzame pensioenen from scratch. *NEA Paper*, 41.
- Els, P.J.A. van, M.C.J. van Rooij en M.E.J. Schuit (2006) Nut en noodzaak van verplicht pensioensparen. In: Lecq, S.G. van der, en O.W. Steenbeek (2006) *Kosten en baten van collectieve pensioensystemen*. Deventer: Kluwer, 191–220.
- Gollier, C. (2008) Intergenerational risk sharing and risk taking of a pension fund. *Journal of Public Economics*, 92(5–6), 1463–1485.
- Huang, X. (2010) *An analysis of occupational pension provision: from evaluation to redesign*. Proefschrift, Rotterdam: ERIM.
- Ponds, E. (2011) Pensioenakkoord en generatie-effecten. *ESB*, 96(4717), 506–509.
- Siegmann, A.H. (2011) Een economische ondergrens voor pensioendeckingsgraden. *TPE digitaal*, 5(2), 53–68.
- Teulings, C.N. en C.G. de Vries (2006) Generational accounting, solidarity and pension losses. *De Economist*, 154(1), 63–83.