



Pensioen- akkoord

EXTRA DIK NUMMER MET
24 BIJDRAGEN VAN 42 AUTEURS

fd. en COMEDY CENTRAL presenteren

TICKETS
VANAF
€5,-



STANDUP ECONOMICS FESTIVAL

DE ECONOMIE KAN WEL WAT COMEDY GEBRUIKEN

Jörgen Raymann

KOMT EEN CABARETIER BIJ DE MINISTER...
met minister Eric Wiebes

BREXIT. WAT GAAT
DIT GRAPJE KOSTEN?

IEDEREEN HOUDT
VAN DOEKOE. TOCH?

Tex de Wit

STARTUP SUCCES:
ZO FOKKEN WE UNICORNS

HUP KAPITALISME HUP!

Raoul Heertje

NEDERLAND IS RIJK, EN DAT
WILLEN WE GRAAG ZO HOUDEN

ZO SLOOP JE DE WERELDHANDEL
IN 3 EENVOUDIGE STAPPEN

Eveline van Rijswijk

ZEG MAAR DAG TEGEN JE GELD

DAN HAD JE MAAR IN BLARICUM
GEBOREN MOETEN WORDEN

Anne Neuteboom

17 MILJOEN SUKKELS

GRONINGEN GAAT HARD

ZONDAG 6 OKTOBER

grand theatre ★ vera ★ de puddingfabriek ★ de toeter
brouwerij martinus ★ the stockroom ► groningen

STANDUPECONOMICS.NL

In samenwerking met

a.s.r.
de nederlandse
verzekerings
maatschappij
voor alle
verzekeringen



Inhoud

Pensioenakkoord

Inleiding: Pensioenakkoord niet lagerenteproof

JASPER LUKKEZEN

386

Infographic: Korten van pensioenen

ESB-REDACTIE

388

Het pensioenakkoord verzekert welvaartswinst, maar is niet af

CASPER VAN EWIJK EN THEO NIJMAN

390

LAGE RENTE

Column: Kom eens uit de loopgraven nu de rente zo laag is

PETER GORTZAK

395

Het pensioenakkoord verslechtert ons pensioenstelsel

BERNARD VAN PRAAG

396

Uitvoering pensioenakkoord zal stranden met huidige rekenrentedogmatiek

JEAN FRIJNS EN JELLE MENSONIDES

400

Column: Kapitaaldekking in pensioenstelsel moet behouden blijven

ROEL BEETSMA, SIERT VOS EN CHRISTIAAN WANNINGEN

402

Column: Iets meer omslag kan uitweg uit pensioencrisis bieden

AART DE VOS

403

CONTOUREN

Pensioenfondsen kunnen welvaartswinst behalen door risicovoller te beleggen

GOSSE ALSERDA, BENEDICT DELLAERT, LAURENS SWINKELS EN FIEKE VAN DER LECQ

405

Discussie over inrichting collectieve contracten is nog niet voorbij

COEN TEULINGS

408

Optimale verdeling macro-langlevenrisico afhankelijk van pensioenleeftijd

DIRK BROEDERS, ROEL MEHLKOPF EN ANNICK VAN OOL

410

Column: Maak pensioenen simpel en eerlijk

FIEKE VAN DER LECQ

413

Dit nummer is eenmalig volledig gewijd aan het pensioenakkoord; reguliere artikelen en vaste rubrieken vindt u op onze website en uiteraard weer in het volgende nummer

PENSIOEN VOOR IEDEREEN

Met hervorming van de AOW-leeftijd keert voor even de rust terug

HARRY VAN DALEN, KÈNE HENKENS EN JOOP DE BEER

415

Spaargedrag zelfstandigen kan worden gestimuleerd via keuzearchitectuur

JONA LINDE

418

Column: Veel werknemers blijven pensioenloos

LEONTINE TREUR

421

RISICO'S TOEDELEN

Pensioendeelnemers profiteren van maatwerk in risicotoedeling

DAMIAAN CHEN EN MAURICE DOLL

423

Baten van slimme toedeling rendementen hoger dan van intergenerationele risicodeling

SANDER MUNS EN BAS WERKER

427

Eerlijke risicodeling vraagt om leeftijdsafhankelijke pensioenaanpassingen

ILJA BOELAARS

431

Eerder indexeren is mogelijk maar misschien niet wenselijk

LANS BOVENBERG EN THEO NIJMAN

434

NAAR EEN NIEUW STELSEL

Effecten van de nieuwe pensioenregels verschillen per leeftijdsgroep

HENK-WIM DE BOER, RIK DILLINGH, ANDRÉ NIBBELINK EN PETER ZWANEVELD

439

Belastingaanpassingen zijn doorslaggevend voor succes pensioenakkoord

BASTIAAN STARINK

443

Beëindiging doorsneesystematiek vereist evenwichtig compenseren

DICK BOEIJEN, CHANTAL DE GROOT, MARK HEEMSKERK, NIELS KORTLEVE EN RENÉ MAATMAN

446

Eenmalige lumpsum bij pensionering kent ook nadelige effecten

ROEL MEHLKOPF, EVA NIELSEN EN YOURI VAN DORSSEN

450

Bij het uitwerken van het pensioenakkoord kunnen we leren van het buitenland

JACQUELINE LOMMEN

453

Pensioenakkoord niet

Na jaren van onderhandelen is het pensioenakkoord er dan eindelijk. Gevierd als triomf voor de polder en als overwinning voor de vakbeweging ligt er een tekst van precies twintig kantjes die de contouren van het nieuwe Nederlandse pensioenstelsel uittekent (SER, 2019; Tweede Kamer, 2019).

De onderhandelingen duurden zolang, omdat de vakbeweging het hervormen van de pensioenen verknootte met twee zo mogelijk nog urgentere thema's voor werkenden: de al te rappe verhoging van de AOW-leeftijd en het gebrek aan zekerheid voor veel flexwerkers. Zoals dat gaat met onderhandelingen kreeg de vakbeweging voor de helft haar zin. De AOW-leeftijd stijgt nu langzamer, maar meer zekerheid voor zelfstandigen is nog ver weg.

Het akkoord

Oppervlakkig bekeken lijken de verschillen met de huidige pensioenafspraken niet groot. Nederlandse werknemers blijven verplicht om pensioen op te bouwen, ze blijven dat collectief doen en de werkgever blijft een grote rol spelen.

Toch verandert er best wel wat als je wat beter kijkt. Risicodeling tussen jongeren en ouderen neemt wat af, deelnemers krijgen iets meer te kiezen in de wijze hoe hun pensioen wordt uitgekeerd en er verdwijnen wat gekkigheden uit het stelsel, zoals de doorsneesystematiek – waarbij jong en oud met dezelfde inleg evenveel aanspraken opbouwen, terwijl de inleg van jongeren veel langer rendeert. Voor het tot stand brengen van deze verbeteringen alle lof – zo sluit het beter aan bij de huidige samenleving.

De onderhandelingen duurden ook zolang, vanwege de complexiteit van het onderwerp. Hoewel het basisidee reuze simpel is – een deel van je salaris sparen en daar later van leven – worden pensioenen al snel heel ingewikkeld omdat zowel het gespaarde als het spaardoel telkens verandert, omdat de regels telkens veranderen, omdat we geen simpele spaarpot willen, maar een levenslange uitkering, ook voor partner en nabestaanden, en omdat alle elementen daarvan op elkaar inwerken in een gezamenlijk beheerd fonds.

Special over het akkoord

In deze speciale uitgave van economenvakblad *ESB* komen die inrichtingskeuzes voor het nieuwe pensioencontract en de gevolgen daarvan in 24 bijdragen aan bod. De *ESB*-redactie heeft zich daarbij ingespannen om de discussie tussen de auteurs van deze bijdragen op gang te brengen en de complexiteit te beperken tot de kern, zodat de discussie ook voor niet-experts toegankelijk wordt.

Ik leg deze werkwijze hier uit, omdat deze septemberuitgave van *ESB* niet alleen dikker dan gebruikelijk is, maar ook een grotere lezersschare dan gebruikelijk kent. De redactie van *Pensioen Pro*, een vakblad voor pensioenprofessionals, biedt deze *ESB*-uitgave namelijk als cadeautje aan haar lezers aan. Welkom! (Overigens, we hebben jaarlijks een pensioenthemnummer.)

Wat voor de vaste *ESB*-lezer nieuw is aan dit themanummer, is de samenwerking met Netspar, het netwerk van pensioenonderzoekers en -professionals in Nederland. Juist vanwege de complexiteit is de pensioendiscussie sterk afhankelijk van experts. De redactie heeft dankbaar gebruikgemaakt van de kennis en expertise van het Netspar-netwerk, maar wel haar eigen plan getrokken.

Nog niet af

Het is daarbij belangrijk om je te realiseren dat het pensioenakkoord nog niet af is. De contouren van het nieuwe stelsel mogen dan wel uitgetekend zijn, het venijn zit in de staart. Wie de brief van minister Koolmees aan de Tweede Kamer (2019) over het pensioenakkoord leest, komt de vragen tegen. Hoe richten we het waarderingkader in, wordt de doorsneesystematiek echt zonder compensatie afgeschaft en hoe zit het met de tech-nische uitwerking van buffers, de dekkingsgraad en de regels rondom korten en indexerend? Casper van Ewijk en Theo Nijman bieden in deze *ESB* een overzicht van het akkoord en de nog openstaande punten.

Ondanks dat de onderhandelingen lang duurden, zal het ook nog wel even duren voordat de afspraken van het pensioenakkoord daadwerkelijk hun weg naar de gepensioneerden en de werkenden gevonden hebben.

lagerenteproof

Er is inmiddels een hele overlegstructuur met commissies, een stuurgroep en een escalatieniveau opgetuigd om de details te regelen. Maar dan moeten de afspraken ook echt bekrachtigd worden.

Het nieuwe contract bij lage rente

Probleem is dat het nieuwe pensioenvoorstel er met de huidige lage rente en het bijbehorende advies van de commissie-Dijsselbloem (2019) behoorlijk onaantrekkelijk uit is gaan zien.

Een rekenvoorbeeld illustreert dit. Op 31 augustus jongstleden was de zero-coupon yield met een looptijd van dertig jaar 0,34 procent (bron: DNB). Dat betekent dat ik nu negentig euro moet wegleggen om over dertig jaar honderd euro aan pensioenaanspraken op te bouwen. Maar bij een rente van vier procent zou ik nu dertig euro moeten wegleggen voor eenzelfde aanspraak.

Dat lijkt een slechte deal. Als je zelf een beetje verstandig belegt, is een gemiddeld nominaal rendement van een procent of vier goed mogelijk. Wil je dus over dertig jaar honderd euro vermogen hebben, dan moet je nu 31 euro wegleggen. Van de 59 euro die je daarmee uitspaart, kun je nu wat leuks kopen.

Natuurlijk gaat deze vergelijking mank, want ik vergelijk honderd euro 'risicovrije' pensioenaanspraken met een verwachte waarde van honderd euro aan belegd vermogen – en dat laatste bevat risico. Maar hoe verder de rente zal dalen, hoe aantrekkelijker de *outside option* er voor jongeren uit zal zien.

De transitie bij lage rente

Niet alleen ziet het pensioencontract er bij lage rente onaantrekkelijk uit, voor transitie naar het nieuwe contract geldt dat ook, en wel om twee redenen.

Ten eerste worden in het nieuwe contract de huidige pensioenvermogens persoonlijk toegerekend. Zeker voor gepensioneerden is dat bij een lage rentestand zuur. Hoe lager de rente, hoe meer de pensioenaanspraken van jongeren waard zijn en hoe kleiner het deel van het totale vermogen is dat aan ouderen wordt toegerekend in de transitie. Het gevolg is dat de pensioenen van de ouderen gekort moeten worden en dat

ook een toekomstige indexatie lastig is, ondanks dat de pensioenvermogens nog nooit zo hoog waren.

Ten tweede is bij een lage rente ook de dekkingsgraad laag en is er geen ruimte in de fondsen om middelen vrij te maken om te compenseren voor het afschaffen van de doorsneesystematiek. Omdat er ook geen publiek geld voor komt, zullen de huidige werkenden moeten inleveren.

Vervolg

Het pensioenakkoord is dus niet lagerenteproof en dat is in een lagerenteomgeving op zijn zachtst gezegd een probleem. De naderende pensioenkortingen dreigen de hele deal onderuit te halen. Er is hier geen generatieconflict, maar echt iets uit te ruilen. Voor de jongeren ziet het contract er niet goed uit, voor de werkenden is er compensatie nodig voor de doorsneesystematiek en voor de ouderen is er uitzicht op indexatie nodig. Pas als het nieuwe contract en de transitie daar serieus werk van maakt, heeft het kans van slagen. Ik kijk uit naar ons volgende themanummer over pensioenen.

Literatuur

Commissie-Dijsselbloem (2019) *Samenvatting advies Commissie Parameters*. Te vinden op www.rijksoverheid.nl.

SER (2019) *Naar een nieuw pensioenstelsel*. SER Advies, 19/05.

Tweede Kamer (2019) *Kamerbrief principe akkoord vernieuwing pensioenstelsel*, 5 juni 2019. Te vinden op www.rijksoverheid.nl.

JASPER LUKKEZEN

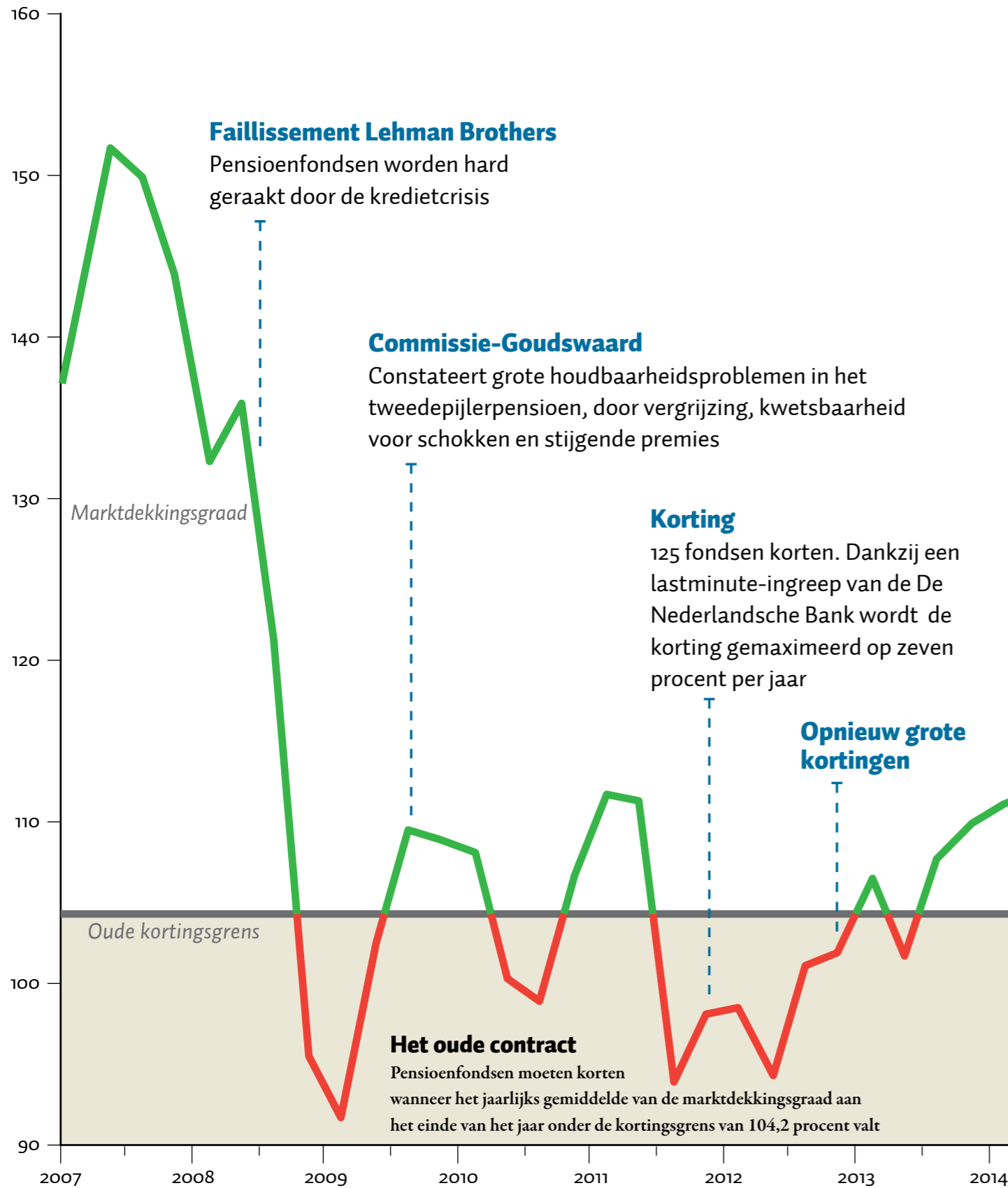
Hoofredacteur
lukkezen@economie.nl



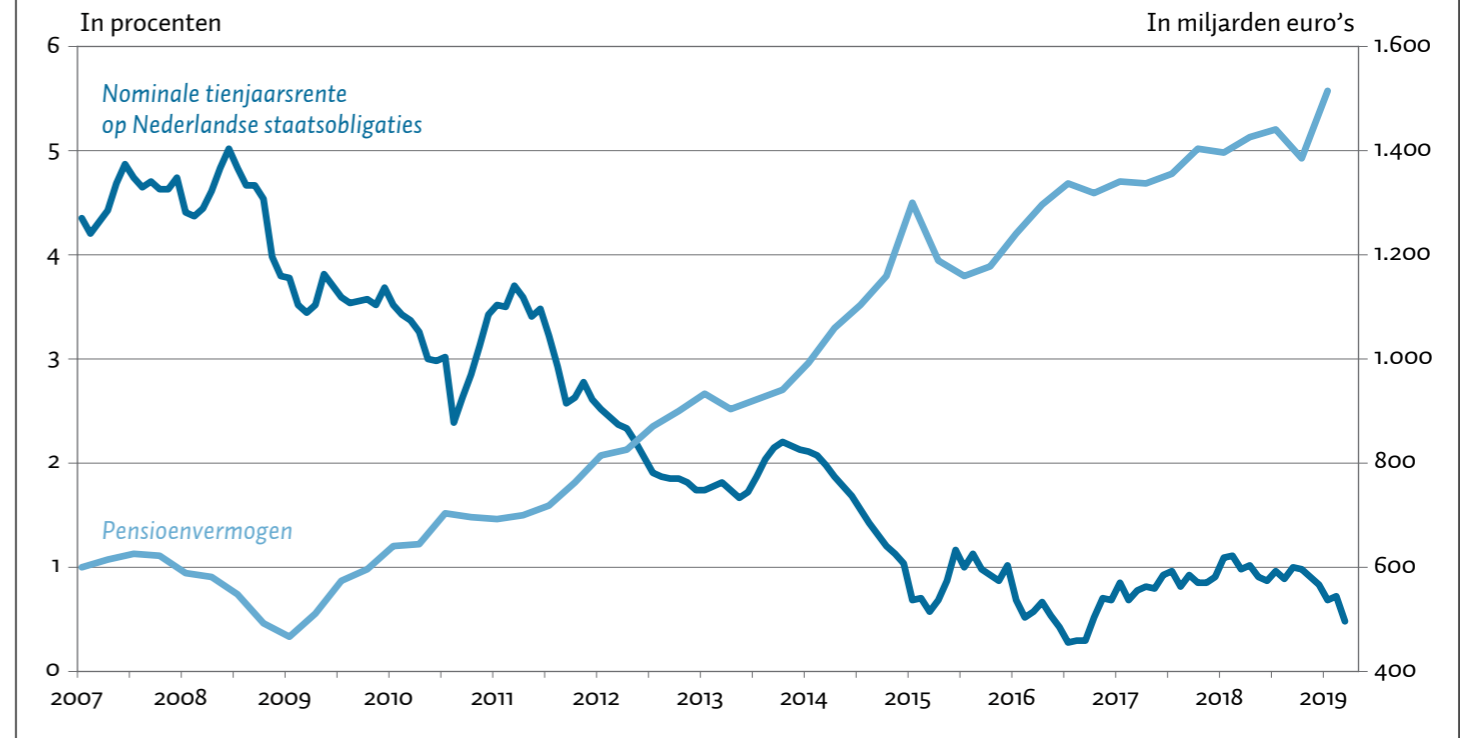
Korten van pensioenen

Als de pensioenaanspraken hoger zijn dan de waarde van het belegde vermogen, is het korten van de aanspraken op termijn onvermijdelijk

Het totaal van belegd vermogen gedeeld door aanspraken voor alle pensioenfondsen, in procenten



Door de lage rente is de dekkinggraad nu dertig procentpunt lager ondanks verdubbeling van het pensioenvermogen



Het pensioenakkoord verzekert welvaartswinst, maar is niet af

Na vele jaren van rapporten, gesprekken en onderhandelingen hebben sociale partners en kabinet in juni 2019 een pensioenakkoord gesloten. Hierin is een belangrijke aanpassing van het stelsel van aanvullende pensioenen overeengekomen. Een overzicht van hetgeen bereikt is en van de nog openstaande vragen.

IN HET KORT

- Het nieuwe stelsel sluit beter aan bij ontwikkelingen in de maatschappij en op de arbeidsmarkt.
- De complexe interpretatie van aanspraken in het nieuwe contract kan begrip van dat contract belemmeren.
- Zelfs generaties die bij de transitie aan marktwaarde verliezen, kunnen er in welvaart toch op vooruitgaan.

CASPER VAN EWIJK

Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam en algemeen directeur van Netspar

THEO NIJMAN

Hoogleraar aan Tilburg University en wetenschappelijk directeur van Netspar

Het rapport van de Sociaal-Economische Raad (SER) dat gelijktijdig met het pensioenakkoord is gepubliceerd, vat de doelen van het akkoord samen als een stelsel dat beter aansluit bij de ontwikkelingen in de maatschappij en op de arbeidsmarkt, dat het pensioen transparanter en persoonlijker maakt, en dat eerder perspectief biedt op een koopkrachtig pensioen (SER, 2019).

In deze bijdrage bespreken we de doelen uit dit deel van het akkoord, en gaan vervolgens in op de instrumenten die worden aangekondigd om die doelen te bereiken. De relatie tussen doelen en instrumenten is weergegeven in tabel 1. Ten slotte bespreken we de transitie naar een nieuw stelsel, en een aantal andere vraagstukken waarin er keuzes gemaakt dienen te worden door de stuurgroep die het akkoord nader zal moeten gaan uitwerken.

Afschaffing van de doorsneesystematiek

Momenteel gebruiken collectieve regelingen voor aanvullend pensioen in de meeste gevallen de doorsneesystematiek. Dat betekent dat er zowel in de pensioenpremie als in pensioenopbouw geen onderscheid gemaakt wordt naar de individuele kenmerken van de deelnemer, waaronder leeftijd. De tijds waarde van de inleg wordt buiten beschouwing gelaten. In het pensioenakkoord is er afgesproken om

afscheid te nemen van deze doorsneesystematiek en om over te stappen op een doorsneepremie gecombineerd met degressieve opbouw. Daarmee sluit de opbouw beter aan bij de premie en vervalt de impliciete subsidie tussen jongere en oudere werknemers.

Al in CPB (2013) worden de argumenten voor deze keuze op een rij gezet. Een belangrijk argument is de dynamische arbeidsmarkt, waarbij deelnemers lang niet altijd hun hele werkzame leven fulltime als werknemer werkzaam zijn. De doorsneesystematiek werkt niet fair uit voor hen die op latere leeftijd in het buitenland, of parttime of als zelfstandige werken. Ook kan de doorsneesystematiek oneigenlijke arbeidsmarktproblemen opleveren. Een ander argument is dat de doorsneesystematiek leidt tot een herverdeling naar werknemers met een steiler inkomensprofiel – en dus naar hoogopgeleiden.

Premieregelingen met persoonlijker premies

Met het pensioenakkoord wordt er overgestapt op premieregelingen. Daarbij worden er twee types onderscheiden (kader 1). De reeds bestaande verbeterde premieregeling (Wet verbeterde premieregeling; Wvp) wordt toegankelijk gemaakt voor bedrijfstakken en mogelijk uitgebreid met een beperkte buffer voor risicodeling tussen generaties ('Wvp-plus'). Daarnaast wordt er ruimte gemaakt voor een nieuw contract – zoals ontwikkeld door de sociale partners – dat meer aansluit bij de bestaande uitkeringsovereenkomsten. Dit zogeheten 'nieuwe contract' wordt ook als een premieregeling gezien omdat de opbouw van aanspraken variabel is en afhangt van de premie en de (variërende) kostprijs van pensioenen.

Met de twee nieuwe contracttypen wordt de premie persoonlijker; dat betekent dat de premie directer aansluit bij de waarde die een deelnemer aan pensioenopbouw ontvangt. De mogelijkheid van een 'gedempte kostendekkende premie' vervalt, waarbij de premie losser staat van de opbouw per deelnemer. Op dit moment is deze gedempte kostendekkende premie veelal lager dan de kostprijs van de nieuwe opbouw, wat ten koste gaat van het pensioen van bestaande deelnemers (met name de slapers en gepensioneerden).

Daarnaast is in het pensioenakkoord afgesproken dat er van de premie in de toekomst niet meer dan tien procent mag worden gebruikt om de ontstane tekorten te dichten. Een persoonlijker premie sluit beter aan bij de ontwikke-

lingen in de maatschappij (Bovenberg en Nijman, 2019a). Ook draagt het bij aan de tweede doelstelling, doordat er meer transparantie is over de waarde die de deelnemer met zijn premie opbouwt.

In de nieuwe contracten blijft er ruimte voor risicodeling tussen generaties. De welvaartseffecten van intergenerationele risicodeling zijn in de afgelopen jaren vele malen geanalyseerd, zie bijvoorbeeld Boeijen et al. (2016). Daarbij is steeds meer de nadruk komen te liggen op de afruil tussen meer welvaartswinst – mits het stelsel houdbaar blijkt – en discontinuïteitsrisico. Van dat laatste is er sprake als nieuwe deelnemers niet bereid zijn de lasten van eerdere tekorten te dragen, dan wel als er om andere redenen onvoldoende nieuwe opbouw plaatsvindt. Het maximum van tien procent van de premie voor bestaande tekorten stelt een grens aan het discontinuïteitsrisico.

In het ‘nieuwe contract’ wordt dit maximum gerealiseerd door vast te leggen dat de dekkingsgraad niet onder negentig procent kan dalen, de zogenaamde *backstop*. Voor het Wvp-plus-contract presenteren Muns en Werker (2019 in dit nummer) een aanzet hoe begrensde risicodeling in dit contract kan worden vormgegeven.

Inzicht in opgebouwd vermogen

Voor veel deelnemers is het nu niet duidelijk wat het verband is tussen premie-inleg, kosten, beleggingsopbrengsten, gereserveerd pensioenvermogen en het uiteindelijk pensioenresultaat. Daarom wordt er in het pensioenakkoord voorgesteld om pensioenen persoonlijker en transparanter te maken door voortaan het pensioenvermogen te rapporteren, en zo inzicht te verschaffen in de premie die daarvoor is ingelegd en het rendement dat daarop is gehaald.

Met meer inzicht in het vermogen beoogt men het vertrouwen in het stelsel te vergroten. Olsthoorn (2019) bevat eerste indicaties dat dit inderdaad het geval is, en constateert dat zowel werknemers als zzp'ers een voorkeur hebben voor persoonlijke potjes boven gezamenlijke potjes. Deze studie waarschuwt evenwel ook dat in de vragenlijst weinig duiding is gegeven aan het persoonlijke element.

Het rapporteren van de waarde van het pensioenvermogen vereist een waarderingsmethodiek voor de aanspraken. Dat geldt ook voor de introductie van keuze-elementen in het pensioen. Bovenberg en Nijman (2019b) presenteren een analytische waarderingsregel die laat zien hoe de waarde van een pensioenaanspraak afhangt van de dekkingsgraad en leeftijdssamenstelling van het fonds.

Een belangrijk verschil tussen de twee contracten uit het pensioenakkoord is dat het nieuwe contract gebaseerd is op aanspraken, terwijl het Wvp-contract het opgebouwde vermogen als uitgangspunt neemt. Het is nog onduidelijk hoe aanspraken in het nieuwe contract gecommuniceerd gaan worden. Met het loslaten van de nominale zekerheid hebben aanspraken een andere inhoud gekregen. De analogie met inkomensgaranties vervalt, en aanspraken zeggen in het nieuwe contract ook weinig over de te verwachten pensioenen. Naar onze mening kan dat een belangrijke belemmering zijn voor de transparantie en het begrip van het nieuwe contract.

Meer keuzevrijheid

In het pensioenakkoord wordt, aansluitend op het regeerakkoord, gepleit voor meer keuzemogelijkheden ‘om het stelsel robuuster en persoonlijker te maken’. Ook de SER adviseert om deelnemers meer keuzevrijheid te geven (SER, 2019). Van Ewijk et al. (2017) benadrukken ook dat de behoefte aan keuzevrijheid groter is geworden vanwege die toegenomen heterogeniteit en dat een nieuwe balans moet worden gevonden tussen keuzevrijheid, ontzorgen en beschermen tegen ongewenste keuzes. Meer keuzevrijheid kan ook bijdragen tot een betere aansluiting op de arbeidsmarkt, gezien de toegenomen heterogeniteit tussen deelnemers (Been et al., 2015).

Opvallend genoeg hebben de sociale partners aangegeven zich niet zonder meer te kunnen vinden in de verkenning naar meer keuzemogelijkheden, waar het kabinet voor pleit (zie voetnoot 19 in de Kamerbrief (Tweede Kamer, 2019)). Argumenten die daarbij een rol zullen spelen, zijn bijvoorbeeld dat deelnemers vaak moeilijk met bepaalde keuzes om kunnen gaan (Prast, 2017) en dat meer keuzevrijheid niet zomaar leidt tot meer betrokkenheid van deelnemers (Brüggen en Post, 2018).

Inmiddels is al een hoofdlijnenbrief naar de Tweede Kamer gestuurd over het voornemen om deelnemers de

Twee pensioencontracten

KADER 1

In het pensioenakkoord wordt er ruimte gemaakt voor twee nieuwe contracten:

Wvp-plus

Het in 2016 geïntroduceerde contract volgens de Wet verbeterde premieregeling (Wvp) wordt toegankelijk gemaakt voor bedrijfstakingen en kan dus vallen onder de verplichtstelling. Met dit contract wordt er gedurende het werkzame leven een persoonlijk pensioenvermogen opgebouwd, dat vanaf een bepaalde leeftijd geleidelijk kan worden ingebracht in een uitkeringscollectief. Bezien zal worden of er aan dit contract een – begrensde – solidariteitspremie kan worden toegevoegd.

Het nieuwe contract

Sociale partners hebben een contract voorgesteld waarin ook in de opbouwfase aanspraken worden opgebouwd. Het contract stuurt op de dekkingsgraad – omdat de nominale zekerheid wordt losgelaten, is er minder bufferopbouw nodig. De opbouw is variabel en wordt bepaald door de premie en de kostprijs van het pensioen. Intergenerationele risicodeling wordt gerealiseerd doordat er, ongeacht de actuele dekkingsgraad, aanspraken worden ingekocht alsof de dekkingsgraad honderd procent is.

Instrumenten uit het pensioenakkoord en de doelen die ze dienen

TABEL 1

	Stelsel dat beter aansluit bij de ontwikkelingen in de maatschappij en op de arbeidsmarkt	Stelsel dat pensioenen transparanter en persoonlijker maakt	Stelsel dat eerder perspectief biedt op een koopkrachtig pensioen
Afschaffing van de doorsneesystematiek	X		
Persoonlijker premie	X	X	
Transparant vermogen		X	
Meer keuzevrijheid	X	X	
Maatwerk naar leeftijd		X	X
Eerder indexeren			X

ESB

keuze te bieden bij pensionering tien procent van het pensioenvermogen te kunnen opnemen. Er zijn nog vele andere keuzemogelijkheden denkbaar (Bakels et al., 2017; Lever et al., 2018). Het pensioenakkoord noemt de keuze tussen een vast en variabel pensioen, de mogelijkheid om een deel van de pensioenpremie in te zetten voor het aflossen van een hypotheek, of de mogelijkheid om te kiezen voor duurzaam beleggen.

Maatwerk naar leeftijd en lifecycles

In het pensioenakkoord is er aangegeven dat het kabinet wettelijk zal borgen dat de beleggingsrisico's die worden genomen, worden afgestemd op de leeftijdssamenstelling. Dit draagt bij aan maatwerk naar leeftijd en dus aan een persoonlijker pensioen. Daarnaast kan een betere risicospreiding over de levenscyclus op termijn ook tot een beter pensioenresultaat en zo tot een beter indexatieperspectief leiden. Door een betere differentiatie van risico naar leeftijd kan men voorkomen dat er te veel risico wordt genomen voor ouderen, maar ook dat er te weinig risico genomen wordt voor jongeren.

Impliciet verschillen de risico's al per leeftijd omdat, ook in de bestaande uitkeringsovereenkomsten, schokken worden uitgesmeerd (Boelaars et al., 2014). Afsproken is dat fondsen voortaan expliciet moeten zijn over deze ingebouwde lifecycle. Dit draagt ook bij aan de doelstelling van een gelijk speelveld met de bestaande contracten uit de Wvp. Een kernvraag is of de lifecycle die ontstaat door uitsmeren ook de gewenste risicoverschillen oplevert tussen deelnemers. Muns en Werker (2019, in dit nummer) argumenteren bijvoorbeeld dat een doelstelling van uniforme aanpassingen in verwachte pensioenen een steilere lifecycle vereist. Deze zou kunnen worden ingebouwd door in het nieuwe contract naast het uitsmeermechanisme ook leeftijdsafhankelijke indexatie toe te staan, zoals eerder ook door het CPB (2018) is geopperd.

DNB (2019) en ook Chen en Doll (2019, in dit nummer) laten zien dat de welvaartseffecten van betere lifecycles aanzienlijk zijn. Daar staat tegenover dat het leeftijdsafhankelijk toedelen van schokken in het nieuwe contract communicatief complexer is te motiveren. Dat geldt minder voor premiereregelingen, zoals die van de Wvp, waar lifecycle-beleggen al gebruikelijk is. Een belangrijke onderzoeksvraag is ook hoe intergenerationale risicodeling doorwerkt in de gewenste lifecycle (zie Teulings, 2019, in dit nummer) en hoe om te gaan met renterisico in leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid. Een eerste analyse van de tweede vraag is te vinden in van Bilsen et al. (2019).

Eerder indexeren door dubbele transitie en vaste daling

Op korte termijn biedt overgang op het nieuwe contract meer ruimte voor de in het pensioenakkoord beoogde eerdere indexatie, vooral omdat er minder buffers hoeven te worden aangehouden. Daarnaast biedt het nieuwe contract ook een extra mogelijkheid om pensioenen op korte termijn te verhogen, of de kortingen te beperken. Het pensioenakkoord streeft naar een gelijk speelveld tussen de – verder verbeterde – Wet verbeterde premiereregeling (Wvp) en het nieuwe contract. Interessant is dat de Wvp toestaat

om het persoonlijke pensioenkapitaal anders over de uitkeringsfase te verdelen. Hierdoor kan – vergelijkbaar met een hoog-laagpensioen – een voorschot worden genomen op verwachte toekomstige overrendementen. Bovenberg en Nijman (2019c, in dit nummer) laten zien dat een dergelijke methodiek ook toepasbaar is in het nieuwe contract en tot snellere indexatie kan leiden, zonder dat het ongewenste herverdelingseffecten tussen generaties veroorzaakt. De hogere indexatie op korte termijn gaat wel ten koste van een lager indexatieperspectief in de toekomst. Hier is – net als nu bij de Wvp – een zorgvuldige afweging op z'n plaats en zal het uiteindelijk op decentraal niveau een keuze zijn van de sociale partners.

Transitie en compensatie

Het afschaffen van de doorsneesystematiek betekent ook dat er een omslagement uit het stelsel wordt verwijderd (CPB, 2013). Deze aanpassing is gunstig voor toekomstige generaties, maar een even groot nadeel voor de huidige. Deze herverdeling tussen generaties (veelal aangeduid als de 'transitielast') is in CPB (2015) becijferd op ongeveer honderd miljard. In latere studies samen met Netspar-onderzoekers (Lever et al., 2017) is dit bedrag – mede als gevolg van de toen actuele rente – bijgesteld naar zestig miljard. Het pensioenakkoord gaat ervan uit dat de doorsneesystematiek wordt afgeschaft, op een manier die de bestaande deelnemers voldoende compenseert.

Van de huidige generaties verliezen met name de veertigers, omdat zij niet langer profiteren van de impliciete subsidie op de pensioenopbouw in de tweede helft van het werkende leven. Hoewel er gediscussieerd kan worden of men recht heeft op compensatie van deze nadelige gevolgen (zie Boeijen et al., 2019, in dit nummer) gaat het regeerakkoord wel uit van compensatie. Het akkoord wijst op verschillende manieren waarop er gecompenseerd kan worden. Een eerste optie is om de ruimte te benutten die vrijvalt door een lagere noodzakelijke bufferopbouw in het nieuwe contract (die wordt meestal aangeduid als de 'dubbele transitie'). Ook kunnen eventuele bestaande buffers of een deel van de premievrijval worden ingezet. Om de transitie te faciliteren, past het kabinet het fiscale kader aan met een miljard extra premieruimte, en reserveert het ook 200 miljoen voor compensatie van werknemers bij de overheid. De huidige lage rente en daardoor de voor veel fondsen dalende dekkingsgraden dreigen echter de ruimte voor compensatie te beperken, zodat de transitie bemoeilijkt wordt.

De invulling van de transitie en compensatie wordt decentraal uitgewerkt door de sociale partners. Het CPB (2019) heeft laten zien dat er voor een gemiddeld fonds een evenwichtige overstap op het nieuwe contract mogelijk is. De heterogeniteit onder Nederlandse pensioenfondsen is echter groot. De effecten voor jonge fondsen kunnen heel anders zijn dan voor grijze fondsen (Frehen et al., 2017; Pensioenfederatie, 2019).

Daarnaast kennen de bestaande premiereregelingen een heel andere problematiek. Hier gaat het niet om waardeoverdracht tussen generaties, maar leidt het afschaffen van de progressieve premie voor de veertigers tot verlies aan pensioenopbouw. Daar staat weliswaar ook een lagere pre-

mie tegenover, maar er resteert wel het verlies van de fiscale subsidie en mogelijk ook de bijdrage van de werkgever.

De stuurgroep aan zet

Het pensioenakkoord schetst zo in grote lijnen een helder beeld van het toekomstige pensioenstelsel. Het is nu aan de stuurgroep om de pensioenhervorming nader uit te werken. Er zijn in de afgelopen jaren vele rapporten en studies verschenen die de mogelijkheden en keuzes voor de invulling van het toekomstige stelsel schetsen, en de overgang ernaartoe. In deze bijdrage hebben wij vooral de economische aspecten belicht. Andere perspectieven zijn echter minstens zo belangrijk. Juridische vragen zijn bij een succesvolle hervorming onvermijdelijk, zoals met betrekking tot de vormgeving van de transitie en de daarbij behorende compensatiemaatregelen. Al in 2015 hebben Boeijen, Heemskerk en Maatman de juridische aspecten van afschaffing van de doorsneesystematiek verkend (Boeijen et al., 2015).

Een belangrijk uitgangspunt in het pensioenakkoord betreft ook het streven naar een gelijk speelveld. Dit geldt op meerdere terreinen. Bij de contractkeuze is het van belang dat naast het nieuwe contract ook de verbeterde premiereregeling (Wvp) onder de verplichtstelling zal worden gebracht. De beleggingsrisico's in verschillende contracten zullen voortaan direct met elkaar vergeleken kunnen worden. In het fiscale stelsel komt er een gemeenschappelijk kader voor pensioensparen in de tweede en derde pijler. Ook in het arbeidsrecht vindt uniformering plaats: het pensioen zal zo veel mogelijk arbeidsvormneutraal gemaakt worden, ten einde het stelsel toegankelijk en aantrekkelijk te maken voor zzp'ers (Commissie Regulering van Werk, 2019).

Ten slotte: pensioen is meer dan platte euro's. In het werk van de stuurgroep zullen berekeningen onvermijdelijk een belangrijke rol gaan spelen om de effecten voor deelnemers te valideren en zo mogelijk te kwantificeren. Wij onderschrijven het belang van deze berekeningen. Maar hier is een belangrijke kanttekening op z'n plaats. Het is gebruikelijk om de (intergenerationele) verdelingseffecten weer te geven als een *zero sum game*: de totale marktwaarde van pensioenen is gegeven, alleen de verdeling over generaties kan veranderen (CPB, 2013; 2015; 2018). Dit is een onnodige beperking, want het doel van de pensioenhervorming is nu juist om het stelsel te verbeteren en zodoende de welvaart te verhogen. Er is dan na de hervorming een grotere 'som' te verdelen dan in de 'zero sum'-berekeningen wordt aangenomen. Zelfs generaties die aan marktwaarde verliezen, kunnen er de facto toch in welvaart op vooruitgaan.

Zo kan beter maatwerk aangaande het risico in de lifecycle het pensioenresultaat voor iedere deelnemer verbeteren. Ook kan de verruiming van de keuzemogelijkheden (binnen grenzen) de afstemming van het pensioen op de individuele situatie verbeteren. Ook de aangekondigde verbetering van het nabestaandenpensioen draagt bij aan een beter stelsel (Van Everdingen et al., 2017). Deze directe economische baten staan nog los van de bijdrage die een transparant nieuw stelsel levert aan het herstel van vertrouwen in pensioenen, en daarmee in de psychische, sociale en politieke rust. Uiteindelijk gaat het om het behoud van het sterke Nederlandse collectieve stelsel voor de komende honderd jaar en langer.

Literatuur

- Bakels, S., A. Joseph, N. Kortleve en T. Nijman (2017) *Keuzemogelijkheden en maatwerk binnen pensioenregelingen*. Netspar Design Paper, 74.
- Been, J., K. Goudswaard, K. Caminada en M. Knoef (2015) *Veel variatie in de pensioenopbouw van Nederlandse huishoudens*. Netspar Brief, 2.
- Bilsen, S. van, I. Boelaars en A.L. Bovenberg (2019) *The duration puzzle in life-cycle investment*. SSRN Paper, 9 januari. Te vinden op papers.ssrn.com.
- Boeijen, D., M. Heemskerk en R. Maatman (2015) *Beëindiging van de doorsneesystematiek: juridisch navigeren naar alternatieven*. Netspar Design Paper, 35.
- Boeijen, D., A. Joseph, B. Werker et al. (2016) *De meerwaarde van risicodeling met toekomstige generaties nader bezien*. Netspar Occasional, 07/2016.
- Boeijen, D., C. de Groot, M. Heemskerk et al. (2019) *Beëindiging doorsneesystematiek vereist evenwichtig compenseren*. ESB, 104(4777), 446–449.
- Boelaars, I., M. Lever, R. Mehlkopf en R. Cox (2014) *What is the value of 'collective' in collective DC? Netspar DP*, 11/2014-089.
- Bovenberg, A.L. en T.E. Nijman (2019a) *Persoonlijkere pensioenen in vermogen, premie en bestuur*. Netspar DP, 02/2019-008.
- Bovenberg, A.L. en T.E. Nijman (2019b) *Waardering van aanspraken in een premiereregeling met uitgebreide risicodeling*. Manuscript.
- Bovenberg, A.L. en T.E. Nijman (2019c) *Eerder indexeren is mogelijk maar misschien niet wenselijk*. ESB, 104(4777), 434–437.
- Broeders, D., R. Mehlkopf en A. van Ool (2019) *Optimale verdeling macrolanglevensrisico afhankelijk van pensioenleeftijd*. ESB, 104(4777), 410–412.
- Brüggen, E. en T. Post (2018) *Meer keuze leidt niet automatisch tot hogere pensioenbetrokkenheid*. Netspar Brief, 15.
- CPB (2013) *Eindrapportage: voor- en nadelen van de doorsneesystematiek*. CPB Notitie, 28 oktober.
- CPB (2015) *Transitie doorsneesystematiek: een kwantitatieve analyse*. CPB Notitie, 20 februari.
- CPB (2018) *Effecten van afschaffing doorsneesystematiek en de gelijktijdige overgang naar een nieuw pensioencontract*. CPB Notitie, 29 november.
- CPB (2019) *Effecten van de overgang op nieuwe pensioenregels*. CPB Notitie, 5 juni.
- Commissie Regulering van Werk (2019) *In wat voor land willen wij werken? Discussienota*, 20 juni. Te vinden op www.rijksoverheid.nl.
- DNB (2019) *De toegevoegde waarde van maatwerk in risicotodeling binnen pensioenfondsen*. DNB Occasional Studies, 17-2.
- Everdingen, M. van, A. Fraterman, J. van Kampen et al. (2017) *Nabestaandenpensioen: versnipperde vormgeving vertroebelt risico's*. Netspar Occasional, 06/2017.
- Ewijk, C. van, C. Hoet, R. Mehlkopf en S. van den Bleeken (2017) *Welke keuzemogelijkheden zijn wenselijk vanuit het perspectief van de deelnemer?* Netspar Design Paper, 71.
- Frehen, L., D. Boeijen, C. van Ewijk et al. (2019) *Heterogeniteit in doorsneeproblematiek: hoe pakt de transitie naar degressieve opbouw uit voor verschillende pensioenfondsen?* Netspar Design Paper, 67.
- Lever, M., B. Werker en C. van Ewijk (2017) *Overgangseffecten bij afschaffing doorsneesystematiek: een gezamenlijk rapport van CPB en Netspar*. Netspar Occasional, 03.
- Lever, M., E. Westerhout, B. Starink et al. (2018) *Effecten van meer keuzevrijheid bij pensioenuitkering*. Netspar Design Paper, 105.
- Muns, S. en B. Werker (2019) *Baten van slimme toedeling rendementen hoger dan van intergenerationele risicodeling*. ESB, 104(4777), 427–429.
- Olsthoorn, M. (2019) *Legitimiteit en pensioenhervormingen*. Netspar Survey Paper, 54.
- Pensioenfederatie (2019) *Fondsspecifieke effecten van overgang op nieuwe pensioenregels*. Bericht, 11 juni, te vinden op pensioenfederatie.nl.
- Prast, H. (2017) *De psychologie van pensioenkeuzes*. Netspar Brief, 10.
- SER (2019) *Naar een nieuw pensioenstelsel*. SER Advies, 19/05.
- Teulings, C. (2019) *Discussie over inrichting collectieve contracten nog niet voorbij*. ESB, 104(4777), 408–409.
- Tweede Kamer (2019) *Kamerbrief principeakkoord vernieuwing pensioenstelsel*, 5 juni. Te vinden op www.rijksoverheid.nl.

Lage rente

Hoe lager de rente, hoe kostbaarder de pensioenaanspraken in een kapitaalgedekt stelsel zijn. Wat betekent dat voor het pensioenakkoord?

Kom eens uit de loopgraven nu de rente zo laag is

Het zijn bijzondere tijden. De inkt van het pensioenakkoord was nog niet droog of het gesteggel tussen akkoord-sluitende partijen ving aan over de uitwerking. Dat was te voorzien.

Men heeft daarom ook een hele kerstboom opgetuigd om de uitwerking ter hand te nemen, met als piek het zogenaamde escalatieniveau waar knopen zullen moeten worden doorgehakt als werkgroepen, commissies, voorbereidingscommissie en de stuurgroep er niet uitkomen.

Als je je oor te luisteren legt, spreken collega's van een lege verzameling: om alle voorwaarden in één contract te willen vastleggen is onmogelijk.

Andere collega's spreken van uitroken: een vooropgezet doel om vanuit het huidige Financieel Toetsingskader, al dan niet via een alternatief collectief contract, uit te komen op een variant van de verbeterde premiereregeling. Een harde noot die gekraakt moet worden, is wat nou eigenlijk belangrijker is: de doelstellingen of de piketpalen in het akkoord. Is er ruimte om de gestelde doelen voor het nieuwe contract dat de Sociaal-Economische Raad (SER) voorstelt op een net iets andere manier te halen? Uiteindelijk zal de discussie niet worden beslecht in de stuurgroep maar op het escalatieniveau: minister en voorzitters van sociale partners.

Wat niet voorzien was, waren de recente ontwikkelingen. Die zijn zo bijzonder dat je in enkele weken van je geloof kunt vallen en dat zelfs de beste jongens en meisjes van de klas in verlegenheid worden gebracht. Ik heb het natuurlijk over de rente.

De rente is idioter gedaald dan tot voor kort voor mogelijk werd gehouden. De vraag is inmiddels gerechtvaardigd of het uitgangspunt van de rentetermijnstructuur nog steeds kan worden gehuldigd. Zelfs de meest verstokte aanhangers van een risicovrije rente, in een overigens door iedereen erkend, niet meer bestaand model van zekerheid, zullen zich toch achter de oren moeten krabben of ze de consequenties ook zo hebben bedoeld. Inmiddels, mede met de door de parametercommissie vastgestelde nieuwe grenzen, én de fors verder gedaald rente, zitten vrijwel alle fondsen in hetzelfde schuitje waar niemand ze in verwacht had. Is het niet vanwege een kortingsdreiging, dan is het wel de dramatisch gedaalde



PETER GORTZAK

Hoofd beleid bij APG

premedekkinggraad die noopt tot rigoureuze maatregelen.

Pleit ik dan voor nooit korten? U kent mij beter. Maar deze situatie vergt nadere overweging.

Dat de rente langer laag blijft, geloof ik direct. Maar dat we met een negatief rendement moeten rekenen, snap ik niet. Als je het pensioen in Nederland voor een belangrijk deel stoelt op kapitaaldekking, dan ga je toch uit van een bepaald te halen rendement, hoe bescheiden ook, en niet van veertig jaar negatief. Het is gek om dan tegen een deelnemer te zeggen: u legt 100 euro in om over veertig

jaar 98 euro te ontvangen – terwijl er, zeker gemiddeld, wel degelijk rendement kan worden bijgeschreven. De vraag is dan gerechtvaardigd of wij wel door moeten gaan met een (deels) op kapitaaldekking gebaseerd stelsel. Ik pleit niet voor opheffing daarvan, integendeel. De kracht van ons stelsel zit 'm juist in de combinatie van een op omslagbasis én kapitaaldekking gebaseerd pensioen. Maar ook als je voor een minder rigoureuze oplossing kiest: de route naar de verbeterde premiereregeling lost niet alle zaken op. Ook in dat systeem heb je de rente nodig om te bepalen tegen welke prijs een opgebouwd kapitaal wordt omgezet in een uitkering.

Zelf zou ik het jammer vinden als we het door de SER voorgestelde contract met de uitgebreidere risicodeling overboord gooien, alleen omdat de marktrente nu zo idioot laag is. Bovendien zal het schragen van de verplichtstelling, een wens die alle partijen zeggen te hebben, zonder dit contract niet eenvoudig blijken te zijn. Zeker niet als transparantie en duidelijkheid voor de deelnemer tot de doelstellingen horen.

Moeten we eigenlijk toch niet gewoon een fundamentele discussie hebben over de vraag of de risicovrije rente werkelijk de enige maatstaf is waarmee in een collectief pensioencontract een evenwichtige risicodeling tussen ouderen en jongeren kan worden bereikt?

Zouden we niet eens uit de steeds dieper wordende loopgraven moeten kruijen, de dogma's terzijde moeten schuiven en erkennen dat de bijzondere situatie een serieus overleg vergt, zonder gezichtsverlies van wie dan ook, of dat de huidige systematiek niet voor een andere zou moeten worden ingeruild?

Het pensioenakkoord verslechtert ons pensioenstelsel

Begin juni lijkt er een eind gekomen te zijn aan het titanengevecht tussen enerzijds minister Koolmees plus werkgevers en anderzijds werknemers. Het pensioenakkoord werd geboren, al was het dan een tangverlossing. Maar zal deze baby wel gezonder blijken dan de baby die we nu met het badwater dreigen weg te gooien?

IN HET KORT

- Het kabinet en de centrale bank schatten de toekomstige beleggingsrendementen van pensioenfondsen te conservatief in.
- Door vast te houden aan deze methode lijkt het of de pensioenfondsen er slecht voorstaan en het stelsel niet houdbaar is.
- Niet het hele stelsel, maar de uitgangspunten van het Financieel Toetsingskader dienen te worden herzien.

BERNARD VAN PRAAG

Emeritus hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam en lid van het Verantwoordingsorgaan van ABP

Nu de nevel die op het slagveld hangt, lijkt op te trekken, is het tijd om een analyse te maken. Het pensioenakkoord, gesloten door sociale partners, behelst drie belangrijke en richtinggevende principes, die elk nog nader uitgewerkt dienen te worden.

Ten eerste wordt het aanvullend pensioen op basis van gegarandeerde waarde vaste pensioenuitkeringen omgezet in een beschikbarepremieregeling. Bij die beschikbarepremieregeling belegt het pensioenfonds voor het individu de betaalde premies, en na pensionering zal er dan een pensioen betaald gaan worden dat varieert met de beurswaarde van de op basis van onze ingelegde premies gedane beleggingen. Dit wordt ook wel eens, bijvoorbeeld door de FNV, een 'casino-pensioen' genoemd. Ten tweede gaat de AOW-leeftijd minder snel omhoog dan het kabinet oorspronkelijk besloten had. En ten derde worden zzp'ers verplicht om een arbeidsongeschiktheidsverzekering af te sluiten.

Gedurende de laatste tien jaar is er eigenlijk alleen maar over het aanvullend pensioen gesproken, en zijn de twee andere punten er pas gedurende de laatste maanden aan toegevoegd. Ik zal me hier beperken tot de kwestie van het aanvullend pensioen, op zich al ingewikkeld genoeg.

Kern van de zaak

Het Nederlandse aanvullendpensioenstelsel staat algemeen bekend als 'het beste pensioensysteem' ter wereld

(Mercer: pension ranking 2018). De vraag ligt dus voor de hand waarom we het zo nodig veranderen moeten. Sommige partijen stellen dat het systeem op de lange termijn 'onhoudbaar' is, maar als dit zo is dan is de evaluatie ervan als zijnde het 'beste systeem' ook onwaar.

Mijn these is dat het huidige systeem wel degelijk houdbaar is. Verreweg de meeste mensen hebben behoefte aan zekerheid. Dat geldt met name voor de zekerheid van een redelijk in koopkracht gegarandeerd pensioen gedurende de oude dag, en dat is wat het huidige systeem beoogd heeft en wat het tot voor enige jaren ook kon realiseren.

Misplaatste dogmatiek

In de publieke discussie noemen de verdedigers van de onhoudbaarheidsthese een viertal argumenten. Laten wij deze eens kritisch bezien.

Argument 1: vergrijzing door stijging van de levensverwachting maakt het systeem onhoudbaar.

Wanneer men de pensioenuitkering constant wil laten, bijvoorbeeld op zeventig procent van het middeninkomen, dan zal dat bij een fixatie van het premiebedrag onmogelijk blijken. Onder verder gelijkblijvende omstandigheden zal een premieverhoging dan noodzakelijk zijn. Wanneer men dat onbespreekbaar vindt, dan zal een verlaging van de pensioenuitkering, of het ophogen van de pensioengerechtigde leeftijd onontkoombaar worden. Werkgevers en vakbeweging zijn onwillig om deze 'waarheid als een koe' te accepteren en om de confrontatie met dit keuzeprobleem aan te gaan.

Daarnaast is er vergrijzing doordat het geboortecijfer daalt. Dat leidt ertoe dat het aantal werkenden per gepensioneerde in de periode vanaf 1980 tot 2040 zal teruglopen van circa vier naar circa twee. Vaak wordt er gesteld dat de millennials dan een premieverdubbeling moeten verwachten om de vele ouderen in 2040 hun pensioen uit te kunnen betalen. Dit gaat uit van de gedachte dat de in een jaar betaalde pensioenen betaald worden uit de dat jaar binnengekomen premies (althans ten dele). Zo werkt het inderdaad bij een omslagstelsel, maar onder het kapitaaldeckingsstelsel worden de pensioenen juist betaald uit de eerder, gedurende het werkzame leven, door gepensioneerden bijeengesprokkelde besparingen. Er sluipt slechts een omslagement in wanneer de besparingen onvoldoende of

Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel en is geen weergave van opvattingen van het Verantwoordingsorgaan van het ABP.

juist te veel blijken te zijn. In principe is het pensioenstelsel onder het kapitaaldekkingstelsel demografisch neutraal. Het argument telt natuurlijk wel voor de AOW, want die is gebaseerd op omslagfinanciering.

Argument 2: de dekkinggraad laat dit systeem niet toe.

De dekkinggraad zoals die door De Nederlandsche Bank (DNB) wordt gehanteerd, is de breuk

$$\frac{\text{vermogen}}{\text{contante waarde toekomstige verplichtingen}}$$

De contante waarde van de verplichtingen hangt af van de gebruikte disconteringsvoet, de zogenaamde rekenrente. Dat moet een prudente schatting zijn van het rendement dat in de toekomst verwacht mag worden. Hier zit de angel waardoor het Nederlandse systeem van aanvullende pensioenen jaar na jaar verder wordt afgebroken. Hoe lager de rekenrente, hoe lager ook de dekkinggraad uitvalt. Bij een dekkinggraad beneden de honderd procent dient aan de kortingsnoodrem te worden getrokken.

Het rendement van een pensioenfonds fluctueert over de jaren met een langetermijngemiddelde van zes à zeven procent per jaar nominaal. Na aftrek van de inflatie à twee procent en van de vermogensbeheer- en administratiekosten lijkt een reëel nettorendement van 2,5 à 3 procent ruimschoots binnen bereik te liggen. Het is veel te voorzichtig wanneer het kabinet en DNB zich baseren op de veel lagere zogenaamde risicovrije rentevoet van circa één procent – die slechts behaald wordt op vijftien procent van de beleggingsportefeuille, namelijk de AAA-obligaties. De daaruit resulterende lage dekkinggraad van circa honderd procent leidt tot volledig onnodige kortingen en het opschorten van de indexatie.

Een van de factoren die de uitbundige groei van de fondsreserves in de laatste jaren mede verklaren, is ongetwijfeld het korten en niet indexeren dat, over de periode 2009–2019, al geleid heeft tot een koopkrachtdaling van circa zestien procent voor gepensioneerden. Deze niet uitbetaalde indexatie en kortingen zijn ten goede gekomen aan het fondsvermogen. Ook is de opbouw van de pensioenrechten van nog werkenden navenant aangetast. Voor de nu 25-jarige zou de continuering van het korten en niet-indexeren ertoe leiden dat deze op 65-jarige leeftijd geen 70 procent van zijn loon als uitkering krijgt maar slechts circa 35 procent, gecorrigeerd voor jaarlijks twee procent geldontwaarding.

In het rampjaar 2008 steeg het vermogen van pensioenfondsen ABP van bijna 173 miljard euro tot 431 miljard per 1 april 2019, dus met 258 miljard. De premie-inkomsten in die periode van circa 90 miljard wogen heel aardig op tegen de pensioenuitgaven van in totaal circa 100 miljard. Het rendement over die elf jaar was 8,6 procent. Voor de meeste andere fondsen vindt men soortgelijke uitkomsten. De rente die behaald wordt op de AAA-staatsobligaties van Nederland en Duitsland is dus absoluut niet maatgevend voor het langjarige rendement van een pensioenfonds, behalve wanneer dat fonds uitsluitend in die AAA-staatsobligaties zou beleggen.

Argument 3: resultaten uit het verleden geven geen garantie voor de toekomst.

Daar is strikt logisch geen speld tussen te krijgen. Wanneer echter de langetermijnrendementen – over periodes van veertig jaar, of bij de New Yorkse effectenbeurs zelfs over de laatste honderd jaar – aangeven dat het rendement gemiddeld minstens vijf procent per jaar bedroeg, dan moet je van goeden huize komen om te beargumenteren dat het gemiddelde fondsrendement in de toekomst nog maar één procent zal gaan bedragen. In de empirische wetenschappen, en de economie in het bijzonder, worden alle bevindingen en de daaruit afgeleide vuistregels gebaseerd op een grondige analyse en op het doortrekken naar de toekomst van in het verleden waargenomen trends en causale verbanden. Er zijn ook geen steekhoudende economische theorieën waarom de beloning op kapitaal een seculiere neerwaartse trend zou hebben ingezet. Op basis van de laatste decennia is er zelfs een goede theorie neer te zetten dat de beloning van de factor kapitaal aan het stijgen is.

Argument 4: de premie is te laag.

Dit argument is wel waar, maar wordt in het pensioendebat opmerkelijk weinig gehoord. Bij fluctuerende rentestanden zou eigenlijk ook de pensioenpremie per jaar moeten fluctueren. Omdat een stabiele premie wenselijk is, maakt de wet het mogelijk de premie te stabiliseren op een gemiddeld niveau, met als gevolg dat de premie in het ene jaar wat te hoog kan zijn en in het andere jaar te laag. Werkgevers en werknemers maken enthousiast gebruik van deze mogelijkheid tot 'premiëdemping' om de premie op een (te) laag niveau te stabiliseren. Bij vele bedrijfstakpensioenfondsen stelt men al enige jaren de premie volgens eigen normen en die van DNB circa 25 procent te laag vast. Zo bedroeg bijvoorbeeld in 2018 de premiedekkinggraad bij ABP slechts 78 procent. Bij PMT, een ander groot bedrijfstakpensioenfonds, komt de premiedekkinggraad in 2019 uit op circa 80 procent. Dan moet men zich niet verbazen wanneer het fonds met tekorten worstelt.

Betere maatstaf

Een meer fundamentele vraag die men kan stellen is of op zich de dekkinggraad, zoals gedefinieerd door DNB, wel de enige of meest geëigende maatstaf is om de gezondheid van het fonds aan af te meten.

Men zou mijns inziens een nog betere maat voor de bestendigheid van een fonds kunnen afleiden via de zogenaamde kasstroommethode. Kort gezegd komt het erop neer dat men, wat betreft jaar op jaar in de toekomst, een voorspelling maakt van enerzijds de uitstroom aan pensioenuitkeringen en anderzijds de instroom aan premies en rendement. Op deze manier kan men van de vermogenspositie van het fonds een profiel construeren over de tijd, over pak weg de komende zestig jaar. Zo kan men voor elk toekomstig jaar toetsen of het fonds nog wel een positief vermogen heeft. Is dat niet het geval, dan dreigt er een deconfiture. Nu is de toekomst ongewis, dus dient men voor een groot aantal scenario's projecties van de instroom en uitstroom te maken, waarbij men onder andere hongersnoden, oorlogssituaties en galopperende inflatie niet bij voorbaat moet uitsluiten. Het fonds kan dan op een bepaald moment als gezond



worden beschouwd wanneer het vermogenssaldo over de komende decennia slechts negatief dreigt te raken met een kans van bijvoorbeeld minder dan één op de 10.000. Dit ziet men met behulp van deze geschatte toekomstprojecties overigens al een aantal jaren van tevoren aankomen, waarna men met spoed reparaties kan doorvoeren. Een acute liquiditeitscrisis blijft daardoor illusoir. De kasstroommethode is veel verfijnder en realistischer dan de grove, met veel versluitende aannames berekende dekkingsgraad.

Verslechtingen in nieuw systeem

Terwijl niet bewezen is dat het huidige systeem onhoudbaar zou zijn, levert het nieuwe pensioensysteem duidelijke verslechtingen op. De geplande inruil van een, zo mogelijk waardevaste, maar in ieder geval vaste nominale pensioenuitkering voor een niet-gegarandeerde uitkering impliceert onzekerheid bij het individu over wat er na de pensionering te verwachten staat. Wanneer er onzekerheid gaat bestaan over het toekomstige (casino-)pensioen, dan zijn er voor het individu twee alternatieven. Het eerste is dat hij zich de onzekerheid van zijn pensioen realiseert en zelf meer gaat sparen (en dus minder consumeert) dan in de oude situatie waarin hij zeker is van zijn pensioen. Dit leidt tot afremming van de consumptie en hoogstwaarschijnlijk slechte privé-investeringen, want het gemiddelde individu is geen getalenteerde belegger.

Het tweede alternatief is om 'Gods water over Gods akker te laten lopen' en het gedrag niet aan te passen aan de veranderde situatie. Dat leidt tot veel arme senioren die niet tijdig een appeltje voor de dorst hebben opgebouwd.

Beide uitkomsten zijn uitermate onaantrekkelijk, ook al zal deze individuele gedragsverandering pas geleidelijk en over enige decennia gespreid optreden.

Ook bij de fondsbeheerders zal de overgang van de ene regeling naar de andere waarschijnlijk tot een gedragsverandering leiden. Bij het pensioencontract waarbij van tevoren de pensioenuitkering is vastgelegd (*defined benefit*), is het mogelijk dat in geval van nood niet geïndexeerd wordt of zelfs gekort. We zijn daar getuige van geweest. Maar de morele en juridische verplichting voor het fonds blijft bestaan om die uitkeringen weer in te halen wanneer het beter gaat. Bij het *defined benefit*-systeem voelt de fondsbeheerder een 'stok achter de deur'. Hij is contractueel verplicht tot uitkering van de van tevoren exact bepaalde bedragen. Onder het nieuwe systeem verdwijnt die stok achter de deur, en dus de dwang voor de belegger om te zoeken naar een relatief veilige én rendabele investering. De verleiding wordt voor hem groot om (voor hemzelf risicovrij) te beleggen, bijvoorbeeld in staatsobligaties. Dat de opbrengst misschien onvoldoende zal zijn, doet er niet zo veel meer toe, want hij heeft nog slechts een inspanningsverplichting en niet langer een resultaatverplichting ten opzichte van de deelnemer. De prikkel tot goed presteren is weggefallen.

Belangen

De vraag is nu wat de ware redenen zijn voor deze rigoureuze wijziging van ons pensioensysteem, die op de lange duur het gevaar met zich meebrengt van een afbraak van ons – het beste! – pensioensysteem. We dienen drie partijen van belanghebbenden te onderscheiden. Ten eerste de werkge-

vers (inclusief de staat als grootste werkgever). Ten tweede de slecht georganiseerde werknemers, die worden vertegenwoordigd door de vakbeweging, met een organisatiegraad van nog geen tien procent. En ten derde de pensioengerechtigden. Dat zijn er circa drie miljoen, die gezamenlijk rond de 55 procent van het pensioenvermogen hebben gespaard via premies en het rendement daarop. Zij worden door de werkgevers en werknemers weggehouden van de onderhandelingstafels.

Voor de werkgevers betekent de pensioenpremie gewoon een component van de bruto-loonkosten; dit geldt zowel voor het werkgeversdeel als voor het werknemersdeel. Zij zijn slechts uit op een fixatie, of nog liever op een daling van de pensioenpremie. Sinds, in 2009, Bernard Wientjes als werkgeversvoorzitter inzette op 'de onhoudbaarheid van pensioenen' is dit thema continu verder opgeblazen, waarbij de staat niet optrad als een onafhankelijke, boven de partijen staande arbiter, maar met verve zijn partij meeblijs als grootste werkgever. Na circa tien jaar onderhandelen in en buiten de Sociaal-Economische Raad lukte het in 2019 nog bijna niet om de hervorming (lees: verslechtering) van het pensioensysteem erdoor te drukken. Daarvoor was er nog wat extra snoepgoed nodig richting vakbeweging, in de vorm van een enigszins gemitigeerde stijging van de pensioenleeftijd en een toezegging om te streven naar een verplichte arbeidsongeschiktheidsverzekering voor zz'ers.

De vakbeweging heeft 'zwei Seelen in einer Brust'. Enerzijds vertegenwoordigen zij de actieve werknemers, die worstelen met de keuze tussen nu een meer beschikbaar nettoloon (dus minder premie) of een beter pensioen in de toekomst. Anderzijds hebben zij de pretentie ook gepensioneerd te vertegenwoordigen. De gepensioneerd betaalen geen premie meer. Zij hebben nog maar één belang: de bescherming dan wel verbetering van hun pensioen.

Het is duidelijk dat een compromis tussen actieven en gepensioneerd niet gunstig zal uitvallen voor de pensioenhoogte, en des te meer wanneer de gepensioneerd door de eerste twee partijen met kracht van de onderhandelingstafel worden geweerd.

Mistige discussie

Er is grote onduidelijkheid over wat in de kern het aanvullendpensioenstelsel nu eigenlijk is; zowel bij de gewone man en vrouw in de straat als bij de vele deskundigen of hen die zich als zodanig kwalificeren. Deze onduidelijkheid leidt tot een mistige discussie waarbij velen elkaar napraten of rookgordijnen optrekken. Bekijken we een specifiek fonds dan is dat in feite een verzameling van individuele spaarpotjes, of deftiger gezegd van Individuele Pensioenvermogens. Een vergelijking met het ouderwetse spaarbankboekje ligt voor de hand. Elk jaar wordt er premie gestort en daarbij wordt ook elk jaar een rente bijgeschreven. Elk jaar wordt van die rekening een pensioenrecht gekocht van bijvoorbeeld 1,8 procent van het brutosalarijs. Feitelijk bestaan de Individuele Pensioenvermogens dus uit een portefeuille pensioenpolissen *plus* een kassaldo dat negatief of positief kan zijn. In principe zal dat kassaldo natuurlijk positief moeten zijn, want dat is de buffer.

Wanneer we een bepaald geboortecohort in de tijd traceren, ontstaat er het volgende beeld. Gedurende de actieve

periode bouwt het cohortvermogen zich op, en na pensionering wordt de instroom van premiebetalingen vervangen door een uitstroom van pensioenuitkeringen. Aan het eind van de rit is het cohortvermogen idealiter nul. Is dat vermogen negatief, dan wordt het teveel uitgegevene noodgedwongen verhaald op de jongere cohorten. Is dat vermogen positief, dan komt het eindsaldo ten goede aan de jongere cohorten. In de praktijk zal het resterende cohortvermogen positief zijn, omdat er een additionele buffer voor 'kwade kansen' moet worden opgebouwd.

Een langere pensioenduur zal natuurlijk wel moeten leiden tot pijnlijke aanpassingen: dus een premieverhoging, een verlaging van het pensioen, een verhoging van de pensioenleeftijd, of een combinatie daarvan. Van Praag en Hemmers (2019) vonden na analyse van de historische datareeksen over de periode 1950–2017 van een groot bedrijfstakpensioenfonds dat per cohort in het algemeen de eindsaldi voor dat fonds aanzienlijk positief uitvallen. Dit intrigerende feit zou een aansporing moeten zijn om een soortgelijke analyse toe te passen op andere fondsen. In ieder geval suggereert het dat er in fondsen nog wel enige rek zou kunnen zitten, waardoor pijnlijke aanpassingen nog niet direct nodig zijn.

Conclusie

Ik stel vast dat continuering van het huidige, door DNB ondersteunde kabinetsbeleid leidt tot een rampzalige situatie, en op langere duur tot een totale en onnodige afbraak van ons 'beste systeem', met alle nadelige consequenties wat betreft de werking van de arbeidsmarkt en het ontstaan van sociale onrust. Natuurlijk dient er toezicht te zijn op de pensioenfondsen, en dienen de fondsen – bij nakoming van de verplichtingen op de lange termijn – in de lucht te kunnen blijven. Er is nu echter geen enkele reële aanwijzing dat de fondsen op de lange termijn in de problemen zouden komen. De panieksituatie wordt grotendeels veroorzaakt door de keuze van kabinet en DNB voor een absurd lage en onrealistische discontovoet bij het berekenen van de constante waarde der toekomstige verplichtingen. De nu gekozen discontovoet is lager dan in elk ander Europees land. Bovendien blijkt de keuze voor deze definitie van de dekkingsgraad niet gedekt door enige wetenschappelijk overtuigende en transparante argumentatie.

De keuze van de definitie van de dekkingsgraad (zoals gedefinieerd door DNB en wet- en regelgeving) blijkt ook, afgezien van de gekozen rekenrente, een discutabel criterium als thermometer voor de gezondheid van een pensioenfonds. In ieder geval lijkt het goed om nu eens te komen tot een serieuze discussie over het financiële toezichtskader waarin ook andere deskundigen dan zij die momenteel het vertrouwen van kabinet en DNB hebben, hun stem kunnen laten horen. Daarbij kan men ook en vooral denken aan buitenlandse deskundigen die geen binding hebben met de Nederlandse politiek en DNB, en voor hun onderzoek of inkomen niet van Nederlandse overheidsopdrachten en subsidies afhankelijk zijn – en dat ook niet willen worden.

Literatuur

Praag, B. van, en H. Hemmers (2019) *Individuele potjes en de doorsneesystematiek nader beschouwd: bezint eer ge begint*. Artikel op www.mejudice.nl, 5 maart.

Uitvoering pensioenakkoord zal stranden met huidige rekenrentedogmatiek

Voor de betaalbaarheid van onze pensioenen is het nodig om bij het beleggen risico te nemen. Het huidige toezichtkader met zijn focus op risicovrije marktrente ontmoedigt het nemen van risico en maakt pensioenen duur, volatiel en procyclisch – en het bemoeilijkt bovendien de uitvoering van het pensioenakkoord.

IN HET KORT

- Een rekenrente gelijk aan de risicovrije marktrente maakt de pensioenverplichtingen onnodig volatiel en gevoelig voor de rente.
- Een stabielere pensioenstelsel kan bereikt worden door de rekenrente te baseren op de natuurlijke rentevoet op lange termijn.

JEAN FRIJNS

Emeritus-hoogleraar aan de Vrije Universiteit en oud-directeur beleggingen bij het ABP

JELLE MENSORIDES

Adviseur en voormalig bestuurder pensioenfondsen

De betaalbaarheid van ons aanvullende pensioen op basis van kapitaaldekking is het grote en onderbelichte probleem in het pensioenakkoord. Inmiddels is er een breed besef dat het voor de betaalbaarheid van het pensioen nodig is om risico te nemen. Het verwachte rendement zal echter lager zijn dan voorheen: eerder twee procent reëel in plaats van vier procent.

De betaalbaarheid van ons kapitaalgedekte pensioenstelsel hangt ook samen met de lage rente die – los van monetaire redenen – veroorzaakt wordt door hogere besparingen als gevolg van de demografie en kapitaaloverschotten. De lage rente is in het huidige kader de basis voor de rekenrente. In een recent advies over de rekenrente van de commissie-Dijsselbloem (2019) wordt de vraag waaraan een goede rekenrente moet voldoen, echter niet beantwoord.

De doelen van de rekenrente

De rekenrente dient twee doelen. Ten eerste fungeert de rekenrente als de kostprijs van nieuwe verplichtingen om te berekenen in hoeverre de premie voldoende is voor het behalen van de toezegging. Ten tweede bepaalt de rekenrente de dekkingsgraad die aangeeft in hoeverre er voldoende vermogen aanwezig is voor de aangegane verplichtingen. De rekenrente dient afgeleid te zijn van de centrale doelstelling van het fonds, namelijk het realiseren van een inflatiebestendig pensioen voor alle deelnemers tegen een acceptabele premie-inleg.

De rekenrente dient voorts zo stabiel mogelijk te zijn. Het belang van stabiliteit kan worden geïllustreerd aan de hand van de in het pensioenakkoord bejubelde relatie tussen de uitkeringen (U), de premie (P) en het gecumuleerde rendement (R) namelijk: $U = P \times (1 + R)$. Deze relatie geldt echter niet onverkort in de wereld van pensioenfondsen met balansen en rekenrentes. De rekenrente bepaalt de waarde van de pensioenverplichtingen, oftewel de verhouding tussen het opgebouwde vermogen en de verplichtingen. Als, zoals onder het huidige regime, de rekenrente los van het verwachte rendement wordt vastgesteld, krijgt de dekkingsgraad een eigen dynamiek. De uitkeringen volgen nu niet meer alleen de gecumuleerde rendementen, maar ook de wijzigingen in de rekenrente. Deze invloed is groter naarmate de gemiddelde looptijd van de verplichtingen van het pensioenfonds hoger en de rekenrente volatieler is.

Advies verslechtert positie van de pensioenfondsen op de langere termijn

De commissie-Dijsselbloem heeft op verzoek van minister Koolmees ondermeer onderzoek gedaan naar de aanpassing van de door pensioenfondsen te gebruiken rekenrente op lange termijn, de zogenaamde UFR (*ultimate forward rate*). Dat diende te gebeuren binnen het huidige toezichtkader waarbij de rekenrente wordt gebaseerd op een hard nominaal contract en op de rente voor risicovrije obligaties. Voor de gewenste stabiliteit van de rekenrente blijft nog enige ruimte afhankelijk van de invulling van de UFR. De commissie gaat er echter bij de invulling van deze langetermijnrente van uit dat de toekomstige rente kan worden afgeleid uit de huidige rente (termijnstructuur). De onderliggende verwachtingentheorie kent een magere empirische ondersteuning. De facto volgt de rekenrente hiermee vrijwel de actuele risicovrije marktrente in al zijn extremen. Het strikt nominale risicokader en de fixatie op de vigerende marktrente staat een optimaal beleggingsbeleid in de weg en 'dwingt' fondsen tot negatief renderende beleggingen (Frijns en Mensonides, 2018; Lindeijer, 2018).

Rekenrente bemoeilijkt pensioenakkoord

Het commissieadvies heeft ook negatieve gevolgen voor de uitwerking van het pensioenakkoord. Ten eerste kost het afschaffen van de doorsneepremie veel geld, maar het levert bij een lage rekenrente nauwelijks extra rechten op voor jongeren. Ten tweede wordt door het toepassen van de

kostprijspremie (hoe terecht ook) het inkopen van nieuw pensioen duur, namelijk even duur als het op de balans nemen van deze nieuwe pensioenrechten. Ten derde streeft het pensioenakkoord naar differentiatie naar leeftijdsgroepen via een opsplitsing van het fonds in subfondsen voor actieven en gepensioneerden, of via een naar leeftijd gedifferentieerd beleggingsbeleid. Bij een als te laag ervaren rekenrente wordt een boedelscheiding echter moeilijk. Dat roept dan weer de vraag op wat een faire waardering is.

Naar een verstandiger aanpak

Voor een verstandige uitwerking van het pensioenakkoord is een andere aanpak nodig. Ten eerste moet de rekenrente bestaan uit een zo stabiel mogelijke reële rentecomponent plus een risicopremie. Een belangrijke stap zou zijn om de natuurlijke rentevoet – gezuiverd voor tijdelijke effecten, zoals de invloed van het monetaire beleid – te gebruiken. Vervolgens kan de stabiele reële lange rente worden berekend door de gemiddelde termijnspreed (verschil tussen lange en korte rente) erbij op te tellen. De natuurlijke rentevoet ligt, zo nemen wij aan, thans dicht bij nul (zie Brand et al. (2018) voor een nadere onderbouwing), zodat een verwachte reële rente op lange termijn uitkomt op circa één procent. In kader 1 berekenen wij verschillende rekenrentescenario's, waarbij een rekenrente plus inflatie die samen gelijk zijn aan het verwachte beleggingsrendement tot een stabiele uitkomst leidt (variant III).

Een tweede – minder vergaande – oplossing is het hanteren van een stabiele rente voor de zeer lange termijn (twintig jaar en meer). In ons voorstel nemen we aan dat deze niet voorspelbaar is vanuit de huidige rentestructuur – want de onderliggende natuurlijke rentevoet is niet constant – maar wordt gedreven door fundamentele veranderingen in de vraag naar en het aanbod van besparingen, en dus door economische en demografische factoren. Deze benadering wordt door de Europese toezichthouder EIO-PA gehanteerd voor Europese verzekeraars en geldt ook als het gedachtegoed van instituten als de Amerikaanse centrale bank (Bernanke, 2013). De rekenrente in deze benadering is gelijk aan de risicovrije marktrente plus een looptijdafhankelijke risico-opslag, waarbij voor het langere rentestuk een langetermijnrente langs de lijnen van EIO-PA wordt gehanteerd.

Tot slot

Voor de toekomst liggen voor pensioenfondsen geen gouden bergen in het verschiet maar het is onze overtuiging dat de dalen waarbinnen we ons nu bevinden onnodig diep zijn. Dat komt door de risicovrije marktrenten-dogmatiek, waarbij de commissie-Dijsselbloem de situatie nog heeft verergerd door voor de langere termijn rentes voor te stellen die per saldo ongeveer de marktrente volgen. Dat leidt tot onbetaalbare premies en onnodige oppotting van vermogen.

Enkele rekenrentescenario's

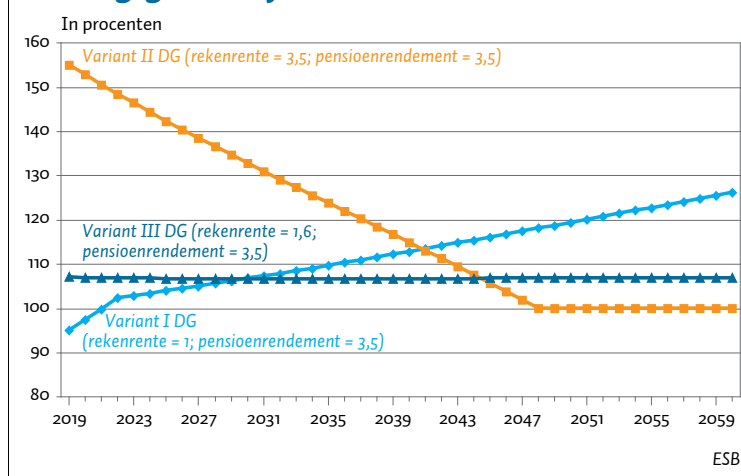
KADER 1

Om inzicht te krijgen in de door de rekenrente veroorzaakte eigen dynamiek van dekkingsgraad, premie en pensioenresultaat hebben we drie scenario's geconstrueerd voor de periode 2020–2060. Voor de demografische ontwikkelingen en het gemiddelde pensioenrendement is aangesloten bij respectievelijk de Bevolkingsprognose van het Centraal Bureau voor de Statistiek en de rendementsparameters van de commissie-Dijsselbloem. Voor een gemiddeld pensioenfonds komt dit neer op een nominaal beleggingsrendement van circa 3,5 procent per jaar. Hoewel dit cijfer sterk is getekend door de huidige economische ontwikkelingen, nemen we dit getal om praktische overwegingen voor de gehele periode. De commissie postuleert een inflatiecijfer van 1,9 procent. Deze wordt in de scenario's jaarlijks toegekend, tenzij de dekkingsgraad onder de honderd procent valt. In variant I is de rekenrente gebaseerd op de huidige nominale marktrente van ongeveer één procent (figuur 1). Het verschil tussen het verwachte rendement minus de inflatie en de rekenrente (0,6 procentpunt)

wordt opgepot. De lage begindekkingsgraad die daaruit resulteert, dwingt tot geen prijsaanpassing/kortingen; daarna loopt de dekkingsgraad gestaag op. Hiertegenover staat variant II met een rekenrente gelijk aan het verwachte rendement. Dit leidt tot een hoge begindekkingsgraad die daarna daalt doordat de veronderstelde prijsindexering het vermogen reduceert, zodat er vanaf 2047 geen ruimte meer is voor het toekennen van prijsindexering. Over het algemeen geldt dat als de som van de rekenrente en de inflatie gelijk is aan het rendement, de dekkingsgraad ruwweg stabiel blijft. Dat is de basis voor variant III met een risicopremie van 0,6 procent bovenop de huidige 1 procent risicovrije rekenrente. De rekenrente is ook bepalend voor de premie. Bij de hoge rekenrente hoort een lage premie, die uiteindelijk leidt tot het niet meer kunnen indexeren van het pensioen. In de variant met de lage rekenrente is de premie ruim twee keer zo hoog. Die zeer hoge premie zal vrijwel zeker leiden tot reductie van de pensioentoezegging vanwege maximale premiegrenzen, en later dus tot lagere pensioenen.

Dekkingsgraden bij drie rekenrentescenario's

FIGUUR 1



Literatuur

Bernanke, B.S. (2013) *Long-term interest rates*. Presentatie op de Annual Monetary/Macroeconomics Conference. 1 maart, San Francisco.

Brand, C., M. Bielecki en A. Penalver (red.) (2018) *The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy*. ECB Occasional Paper, 217. Te vinden op www.ecb.europa.eu.

Commissie-Dijsselbloem (2019) *Samenvatting advies Commissie Parameters*, te vinden op www.rijksoverheid.nl.

Frijns, J. en J. Mensonides (2018) *Stabiele pensioenen vereisen vaste rente op lange termijn*. ESB, 103(4762), 254–257.

Lindeijer, E. (2018) *Huidig ftk geeft fondsen verkeerde prikkels*. Vraaggesprek op www.pensioenpro.nl, 27 november 2018.

Kapitaaldekking in pensioenstelsel moet behouden blijven

In de afgelopen jaren is de rente tot een historisch zeer laag niveau gedaald. Als gevolg hiervan heerst er een steeds bredere opvatting dat kapitaaldekking eigenlijk niet meer rendabel is voor de pensioenopbouw. Deze gedachte is gebaseerd op een bekende regel uit de literatuur, de zogenoemde Aaron-conditie, die stelt dat het rendement op de pensioeninleg in een kapitaaldekkingssysteem gunstiger is dan in een omslagstelsel, wanneer het rendement op de financiële markten de groei van de loonsom overtreft. In de afgelopen decennia is dat steeds het geval geweest, maar met de huidige lage rentestand lijkt dit om te slaan. Hier verbindt men dan de conclusie aan dat het goed zou zijn om het kapitaalgedekte pensioen (deels) af te bouwen.

Wij zien echter een pensioensysteem dat voornamelijk gebaseerd is op omslag, als onwenselijk. Het is correct dat, met de steeds lagere rente, de dekkingsgraden van onze aanvullende kapitaalgedekte pensioenen sinds de wereldwijde financiële crisis naar historische dieptepunten zijn gedaald, terwijl er in de komende jaren geen duidelijk vooruitzicht is op een verbetering van het risicovrije rendement. Echter, de fundamentele hervormingen van pensioensystemen vinden met lange tussenpozen plaats, waardoor het niet voor de hand ligt om de invulling van het stelsel te baseren op een momentopname van de situatie op de financiële markten.

In de demografische transitie naar de top van de vergrijzing zijn de hoge pensioenbesparingen een belangrijke drijvende kracht achter de lage rente. Deze besparingen zullen op de langere termijn gaan afnemen en dan plaats maken voor *ontsparingen* door een steeds grotere groep van gepensioneerden, zowel in de westerse als de opkomende landen.

Bovendien is het vanuit risicospreidingsoogpunt sowieso wenselijk om een combinatie van omslag en kapitaaldekking te hebben. De Wereldbank heeft al lang geleden betoogd dat een omslagstelsel weliswaar een betere bescherming biedt tegen onzekerheid op de financiële markten, maar minder tegen de demografische onzekerheid, terwijl het voor een kapitaaldekkingssysteem precies andersom is (Wereldbank, 1994). Gegeven deze imperfecte wisselwerking tussen beide typen van schokken is het verstandig om deze systemen te combineren.

Ook is een omslagstelsel relatief gevoelig voor de prestaties van de Nederlandse economie. Premieopbrengsten hangen namelijk van de nationale loonontwikkeling af, terwijl uitkeringen gekoppeld zijn aan het minimumloon, en daarmee indirect weer aan de nationale economie. Daarentegen betekent kapitaaldekking gespreid beleggen – zodat de opbrengsten van de beleggingsportefeuille afhangen van de ontwikkelingen in alle landen waarin er wordt belegd.



ROEL BEETSMA
Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam



SIERT VOS
Senior beleidsadviseur PGB Pensioendiensten



CHRISTIAAN WANNIGEN
Senior beleidsmedewerker bij Pensioenuitvoerder MN

Ten slotte is er het voordeel dat pensioenbesparingen, natuurlijk enigszins ten koste van de wereldwijde spreiding, deels kunnen worden aangewend voor financiering van grote infrastructurele projecten en van het Nederlandse midden- en kleinbedrijf. Dit segment van het beleggingsuniversum blijft onder de radar van de grote buitenlandse institutionele beleggers, maar het is wel cruciaal voor het innovatieve vermogen en de toekomstige groei van de Nederlandse economie.

Na een decennium van discussie over pensioenhervorming is er afgelopen juni een grote stap gezet naar vernieuwing van het pensioenstelsel. Binnen het complete 'pensioengebouw' wordt de omslaggefinancierde AOW generieuzer door de stijging van de AOW-leeftijd te temporiseren. Daar staat tegenover dat, door het afschaffen van de doorsneesystematiek, een veel kleiner omslagdeel in de aanvullende pensioenen verdwijnt. Verder zullen de kapitaalgedekte pensioenen in de tweede pijler meer gaan meebewegen met de financiële markten. De huidige balans tussen omslagfinanciering en kapitaaldekking blijft echter ruwweg gehandhaafd in het pensioenakkoord.

Hoe moeten we het principe-akkoord beoordelen, gezien door een macro-economische en financiële bril? Vergeleken met het bestaande *defined-benefit*-contract zal het nieuwe pensioencontract minder ruimte bieden voor risicodeling tussen cohorten, doordat buffers een minder grote rol spelen en er meteen geïndexeerd of gekort wordt wanneer de dekkingsgraad afwijkt van de honderd procent. De spreidingsvorm van de schokken maakt daarbij uit. In een 'gesloten systeem' worden ze opgevangen door de bestaande participanten. In een 'open systeem' is dat in principe niet nodig, en zullen de nieuwe cohorten meedelen in de schokken uit het verleden. Tot slot gaan de nieuwe contracten uit van vaste premies. Dat beperkt de intergenerationele risicodeling verder.

Echter, de grotere voorspelbaarheid van de in te leggen premie geeft meer zekerheid over de investeringsruimte bij bedrijven, en kan zodoende positief bijdragen aan de economische activiteit. Het pensioenakkoord houdt de twee pensioenpijlers – omslag en kapitaaldekking – in stand. In onze ogen is dat een verstandige route. We wachten in spanning af of de uitwerking van de details van het akkoord in de komende periode zal slagen, en of hiermee de sterke elementen van ons stelsel zo veel mogelijk behouden kunnen blijven.

Literatuur

Wereldbank (1994) *Averting the old age crisis - policies to promote the old and promote growth*. New York: Oxford University Press.

Iets meer omslag kan uitweg uit pensioencrisis bieden

Ons kapitaalgedekte pensioenstelsel staat onder druk. De pensioenen zijn niet meer waardevast en dreigen met de verlaging van de rekenrente naar één procent zelfs verder gekort te worden. Dat is moeilijk te verkopen met ruim 1.400 miljard euro in kas. En het zet het recente pensioenakkoord onder druk. Nederland is kampioen kapitaaldekking. Het probleem is op dit moment dat kapitaal niet rendeert. In de rest van de wereld berust een groter deel van de pensioenen op omslag, waarbij huidige werkenden direct de uitkering van gepensioneerden betalen. Omslag heeft voor- en nadelen, net als kapitaalgedekte pensioenen. Daar is veel over geschreven, met als consensus dat een gemengd stelsel het best is om de risico's te spreiden. Omslagpremies groeien met de economie, kapitaaldekking groeit met rente en aandelen. Lang werd er gedacht dat de kapitaaldekking gemiddeld voordeliger zou zijn, maar dat was voor de lage rente. Nu kapitaal niet rendeert, is omslag gunstiger. Gelukkig is er een subtiele manier om ons stelsel aan deze situatie aan te passen. En het heeft een mooi neven-effect: er komt (veel) kapitaal bij vrij. De basisgedachte is simpel. Er wordt ieder jaar iets meer betaald aan premies (33 miljard euro) dan er aan pensioen wordt uitgekeerd (31 miljard). Je zou alle pensioenen dus op omslag kunnen baseren. Dan heb je 1.400 miljard over om te verjubelen. Verstandiger lijkt het om een deel van de premies direct naar de uitkeringen door te sluisen. Hiertoe voeren we een nieuwe wet in: de Bijzondere Ouderdomswet (BOW – analoog aan de AOW gebaseerd op een omslagstelsel: wie A zegt moet ook B zeggen). De premies voor de BOW zijn een aandeel van de pensioenpremies nu, zeg één procent. De uitkeringen van de BOW zijn eenzelfde percentage van pensioenuitkeringen, zodat de BOW-ontvangsten ongeveer gelijk zijn aan de uitkeringen. Er verandert dus niets voor de deelnemers aan het totaal van betalingen en ontvangsten. Nu de crux: omdat de BOW geldt voor alle toekomstige pensioenuitkeringen, zijn de verplichtingen van de pensioenfondsen één procent lager. Er is daardoor, met gelijkblijvende dekkingsgraden, een heffing van één procent op de pensioenvermogens mogelijk. Opbrengst: veertien miljard. Dit bedrag kan worden uitgekeerd aan de deelnemers van de pensioenfondsen in de vorm van pensioenuitkeringen of verhoging van de pensioenaanspraken. Een uitkering die evenredig is met het totaal aan betaalde premies komt grofweg neer op zeven miljard voor de gepensio-



AART DE VOS

*Voormalig universitair
hoofddocent econometrie*

neerden en zeven miljard voor de pensioenaanspraken. De zeven miljard voor de gepensioneerden betekent een verhoging van de pensioenuitkeringen van ongeveer 22 procent – een mooie compensatie voor het al jaren niet doorgaan van de inflatiecorrectie waardoor de waarde van de pensioenen zo'n vijftien procent is gedaald. De overige zeven miljard geeft deelnemers na pensionering recht op een deel van zo'n eenmalige 22-procentsuitkering, afhankelijk van de bijdrage die ze hebben geleverd. De extra BOW-uitkeringen zijn uiteraard belast. Dat betekent dat de fiscus van de veertien miljard per jaar minstens 2,5 miljard voor de schatkist int. Die kan worden ingezet voor investeringen die de

economie op termijn ten goede komen, zodat ook toekomstige generaties de premies kunnen betalen.

De uitkering van de veertien miljard is uiteraard eenmalig. Willen we de waarde van de pensioenen op peil blijven houden, dan zal de operatie een aantal malen herhaald moeten worden. Zolang de rekenrente niet stijgt – en daar ziet het naar uit – zou zo ieder jaar één procent (of minder) extra kunnen worden overgeheveld naar de BOW. Als dat tien jaar herhaald wordt, zitten we op tien procent omslagfinanciering – samen met de AOW is dan circa 55 procent van de oudedagsvoorziening gebaseerd op omslag. Dat is internationaal gezien altijd nog laag. En als dan eindelijk de rente hoger wordt dan de inflatie, kunnen we de operaties stoppen. Zolang dat niet gebeurt en de reële rendementen decennialang negatief blijven, hebben we jaarlijks de keus: niets doen, dus pensioenen korten terwijl de waarde van de pensioenvermogens erodeert, of nog meer omslag.

Op deze manier is het waarschijnlijk haalbaar om de totale pensioenen (pensioen plus BOW) te indexeren, terwijl de totale premies en belastingen ongewijzigd blijven. En dat zonder aan de rekenrente te tornen, zoals in het buitenland veel wordt gedaan. Via de BOW kan Nederland gewoon de strenge normen voor de pensioenfondsen blijven hanteren, zonder dat het pensioenakkoord in gevaar komt door dreigende kortingen. Zo blijft ons pensioensysteem geloofwaardig. De prijs is een verhoging van de 'doorschuifschuld'. Omslag doet een beroep op de solidariteit tussen generaties; dat is weliswaar tegen de trend van ieder voor zich in, maar acceptabel als men het systeem vertrouwt. Onze kinderen moeten bereid zijn iets minder voor zichzelf te sparen, in het vertrouwen dat hun kinderen hetzelfde zullen doen – zoals dat in de meeste landen gaat. En dat dan mondjesmaat, zoals het Nederland past.

Contouren

We leggen nu geld opzij om straks te kunnen stoppen met werken, maar daar zitten risico's aan.

Nu de contouren van het nieuwe pensioenstelsel duidelijk zijn, moeten hier nog keuzes worden gemaakt: hoeveel risico nemen we, met wie delen we dat en hoe leggen we dat uit?

Pensioenfondsen kunnen welvaartswinst behalen door risicovoller te beleggen

Deelnemers in pensioenregelingen hebben verschillende voorkeuren voor risico en rendement. Door beleggingen beter aan te laten sluiten op de risicovoorkeuren van deelnemers kunnen pensioenfondsen meer waarde toevoegen aan de pensioenregeling.

IN HET KORT

- Risicovoorkeuren verschillen binnen en tussen pensioenfondspopulaties.
- Betere koppeling tussen risicovoorkeuren en beleggingsbeleid kan op de lange termijn tot welvaartswinsten leiden.

GOSSE ALSERDA

Voormalig promovendus aan de Erasmus Universiteit Rotterdam (EUR)

BENEDICT DELLAERT

Hoogleraar aan de EUR

LAURENS SWINKELS

Universitair docent aan de EUR en onderzoeker bij Robeco

FIEKE VAN DER LECQ

Hoogleraar aan de Vrije Universiteit Amsterdam en verder onder andere kroonlid van de Sociaal-Economische Raad

In het pensioenakkoord is een nieuwe regeling ontworpen waarin minder ruimte is voor buffers en herverdelingsmechanismen. Hierdoor zullen de beleggingsresultaten directer doorwerken in de hoogte van het pensioeninkomen. Het wordt daarom belangrijker voor pensioenfondsen om de risicobereidheid van hun deelnemers te achterhalen en mee te nemen in het vaststellen van het beleggingsbeleid.

Pensioenfondsen moeten kunnen aantonen dat het risico dat genomen wordt met het beleggingsbeleid afgestemd is op de risicopreferenties van de deelnemers aan de pensioenregeling. Wanneer geen rekening gehouden wordt met de risicopreferenties van deelnemers, is het waarschijnlijk dat het pensioengeld, vanuit het perspectief van de deelnemers, met te veel of te weinig risico wordt belegd. Dit leidt tot welvaartverliezen. In ons onderzoek analyseren we de omvang van deze welvaartsverliezen door risicobereidheid uit te vragen onder pensioenfondsdeelnemers en deze uitvraag te combineren met een analyse van gestileerde pensioenbeleggingsuitkomsten (Alserda et al., 2019).

Methode

In ons onderzoek hebben we de risicobereidheid uitgevraagd van ruim 7.000 deelnemers in vijf pensioenfondsen. Voor de uitvraag werden drie methodes gebruikt die gebaseerd zijn op eerder wetenschappelijk onderzoek. De eerste methode is gebaseerd op een naar pensioeninkomen vertaalde versie van de loterijkeuzemethode van Holt en Laury (2002). Hierbij krijgt de deelnemer een aantal keren een keuze tussen twee pensioenregelingen: een relatief

veilige en een risicovolle regeling, waarbij voor elke regeling een zogeheten goedweers- en slechtweersscenario wordt gegeven, oftewel een gunstige en een ongunstige situatie. Figuur 1 toont de eerste vraag met een lage kans van tien procent op een goedweersscenario. Een deelnemer die risicomijdend is, zal hier voor regeling A kiezen, aangezien de verwachte pensioenuitkomst hoger is dan de verwachte uitkomst van regeling B. In daaropvolgende vragen wordt steeds de kans op het goedweersscenario groter – en daarmee ook de beloning voor het nemen van risico in regeling B. Hoe vaker de deelnemer kiest voor regeling A, hoe lager zijn risicobereidheid. Zodra de deelnemer regeling B kiest, is de risicobereidheid van de respondent bekend. Het gebruik van deze kwantitatieve methode is in lijn met Van der Meer et al. (2019). In tegenstelling tot wat Landman (2019) recent stelde, kan dit betekenisvolle resultaten opleveren.

Daarnaast is de risicobereidheid uitgevraagd met twee andere, meer kwalitatief georiënteerde, vragen, die mogelijk minder complex zijn voor de deelnemer. Bij deze vragen wordt de deelnemer gevraagd in hoeverre hij/zij risico wil nemen met het pensioen (op een Likert-schaal van 1 tot 7). Ook wordt gevraagd hoeveel hij/zij in risicovolle aandelen zou beleggen en hoeveel in relatief veilige obligaties. Voor ieder individu worden deze drie methodes gecombineerd tot één betrouwbare maatstaf voor risicobereidheid (Alserda, 2019). De uitkomsten worden besproken in Alserda et al. (2019).

De optimale beleggingsmix

Uit eerder onderzoek (zoals Viceira, 2001; Molenaar en Ponds, 2012) is gebleken dat de gewenste beleggingsmix sterk afhankelijk is van de risicobereidheid. Met behulp van een simulatiemodel hebben we doorgerekend wat het effect is van verschillende beleggingsmixen op de nutswaarde van het pensioeninkomen, rekening houdend met de verschillende risicohoudingen. In ons scenariomodel wordt ook rekening gehouden met het inkomen uit AOW en het effect van belastingen. Op deze manier kunnen we voor elke deelnemer bepalen wat de optimale beleggingsmix is en wat het verlies in nutswaarde is bij een niet-optimale beleggingsmix.

Indien een deelnemer meer of minder risico neemt dan is gewenst op basis van onze uitvraag, dan treedt er een welvaartsverlies op. De kans op een laag pensioen wordt te groot,

UITNODIGING



Draagvlak in een gefragmenteerde samenleving

Conferentie op 15 oktober om 13.30 uur

De invloed van Jan Tinbergen op het sociaal-economische bestuursmodel in Nederland is goed zichtbaar. Zo vinden feiten en academische analyses hun plek in de Nederlandse maatschappelijke besluitvorming en blijft de door Tinbergen benadrukte scheiding tussen doelen en instrumenten een relevant uitgangspunt. Instituties als CBS, de planbureaus, SER, DNB en departementen spelen daarbij een belangrijke eigen rol.

Sinds het ontstaan van dit model is de maatschappij echter veranderd. Jan Tinbergen leefde in een wereld waarin feiten en analyses aan experts voorbehouden waren. De bestuurlijke voorhoede sloot namens een vaste achterban compromissen. Nu worden feiten en daarop gebaseerde analyses regelmatig als nep terzijde geschoven. Mensen identificeren zich in mindere mate met een zuil, vakbeweging of brancheorganisatie, maar nemen eigen beslissingen.

Een gemeenschappelijke feitenbasis, een gedeeld analysekader en het sluiten van compromissen blijft echter nodig om de samenleving goed te laten functioneren, zo wordt vaak gesteld. Hoe blijft de erfenis van Tinbergen vitaal en effectief?

Over die vraag organiseren de SER en ESB een conferentie. Dit gebeurt in samenwerking met CBS, CPB, DNB en het ministerie van EZK en met steun van het Instituut Gak. Deze conferentie is onderdeel van het Tinbergenjaar, waarin we vieren dat Jan Tinbergen 50 jaar geleden de Nobelprijs voor de economie won, zie www.tinbergentoday.nl.

Conferentie
Draagvlak in een gefragmenteerde samenleving

15 oktober 2019
13.30 - 17.00 uur

**SER (Den Haag,
Bezuidenhoutseweg 60)**

Toegezegde sprekers:



Jeroen Dijsselbloem



Laura van Geest



Kim Putters



Sheila Sitalsing



Mariëtte Hamer



Matt Steinglass



Henk Don

Organisatie

Marko Bos
M.Bos@ser.nl
Jasper Lukkezen
Lukkezen@economie.nl



oftewel het te verwachten pensioen is lager dan gewenst. Dit welvaartsverlies kan gekwantificeerd worden met behulp van een maatstaf: het zekerheidsequivalent. Dit is het inkomen zonder enige onzekerheid, dat dezelfde nutswaarde geeft als de onzekere toekomstige pensioeninkomsten. Met behulp van het zekerheidsequivalent kunnen verschillende verdelingen aan de hand van één getal worden vergeleken.

Welvaartsverlies bij huidige beleggingsmix

Op basis van de risicovoorkeuren die we vinden bij de gezamenlijke deelnemers per fonds kunnen we analyseren in hoeverre de huidige beleggingsmix afwijkt van het collectief optimum van het fonds en uitrekenen wat de welvaartsverliezen hierdoor zijn.

Uit tabel 2 blijkt dat de huidige beleggingsmix van de pensioenfondsen in ons onderzoek voor het grootste gedeelte van de deelnemers veel conservatiever is dan nodig is op basis van onze uitvraag. Hierdoor wordt aanzienlijk minder welvaart gecreëerd dan in het collectieve optimum (dertien procent lager pensioen). Omdat de AOW voor veel deelnemers een relatief hoge ondergrens stelt, is in het beleggingsbeleid voor het aanvullende pensioen meer risico gewenst. De eigenschappen van de deelnemerspopulatie van pensioenregelingen 3 en 4 in combinatie met hun relatief behoudende beleggingsbeleid zorgen ervoor dat het welvaartsverlies voor hen beduidend hoger is dan bij de drie andere regelingen.

Naast dit collectieve welvaartsverlies is er ook sprake van een welvaartsverlies dat ontstaat doordat pensioenfondsen een uniforme beleggingsmix gebruiken, terwijl deelnemers verschillende risicovoorkeuren hebben. In Alserda et al. (2019) wordt ook dit tweede welvaartsverlies besproken.

De conservatievere beleggingsmixen die we in werkelijkheid zien, kunnen het resultaat zijn van de aversie om pensioenen op de korte termijn niet te hoeven korten. In ons onderzoek focussen we op de pensioenuitkomst op de einddatum en abstraheren we van mogelijke tussentijdse tekorten die binnen een collectief kunnen leiden tot herverdeling van welvaart, zoals vastgelegd in regelgeving.

Conclusie

De vergelijking tussen de risicovoorkeuren van pensioendeelnemers en de beleggingsmix van pensioenfondsen laat zien dat pensioenfondsen te conservatief beleggen. Dit zorgt voor een collectief welvaartsverlies van circa dertien procent minder pensioen.

Met de nieuwe regeling in het pensioenakkoord wordt het belangrijker om de risicovoorkeuren van deelnemers te bepalen en mee te nemen in het beleggingsbeleid. Tijdens ons onderzoek kwam naar voren dat de waarde van het uitvragen van risicobereidheid het grootste is voor pensioenfondsen met oudere deelnemers, met een divers deelnemersbestand, en met deelnemers die een hoog inkomen hebben. Voor dergelijke pensioenfondsen is de invloed van verschillende risicohoudingen op het strategische beleggingsbeleid het grootst.

Voorbeeldvraag loterijkeuzemethode

TABEL 1

	Verandering in het rendement	
	Regeling A	Regeling B
Gegarandeerd inkomen: (slecht weer scenario)	€ 1.500	€ 1.000
Daarnaast een kans van:	10%	10%
Op een extra inkomen van:	€ 250	€ 1.250
Er is dus een kans van 10% op een inkomen van: (goed weer scenario)	€ 1.750	€ 2.250

Bron: Alserda et al. (2019) | ESB

Welvaartsverliezen in procenten van het pensioeninkomen per pensioenfonds

TABEL 2

Pensioenregeling	Aandelen	Gem. mnd inkomen (€)	Gem. leeftijd	Gem. risicoaversie	Collectieve welvaartsverliezen (% van het pensioeninkomen)
1	55%	2.306	50,1	1,83	12,71%
2	48%	1.906	53,8	1,99	11,64%
3	40%	1.970	44,8	2,07	17,36%
4	38%	2.271	48,5	2,21	17,77%
5	42%	1.648	52,2	2,41	12,06%
Totaal		2.178	50,1	1,93	13,23%

Bron: Alserda et al. (2019) | ESB

Literatuur

Alserda, G.A.G. (2019) Measuring latent risk preferences: minimizing measurement biases. *Journal of Risk*, 21(5), 83–103.

Alserda, G.A.G., B.G.C. Dellaert, L. Swinkels en S.G. van der Lecq (2019) Individual pension risk preference elicitation and collective asset allocation with heterogeneity. *Journal of Banking & Finance*, 101, 206–225.

Holt, C.A. en S.K. Laury (2002) Risk aversion and incentive effects. *The American Economic Review*, 92(5), 1644–1655.

Landman, W. (2019) Meten van risicovoorkeuren beleggers is volstrekt zinloos. ESB, te verschijnen.

Meeren, G. van der, H. de Cloe-Vos en A. van Geen (2019) Meet risicobereidheid met een kwantitatieve methode. ESB, 104(4773), 222–225.

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

Viceira, L.M. (2001) Optimal portfolio choice for long-horizon investors with nontradable labor income. *Journal of Finance*, 56(2), 433–470.

Discussie over inrichting collectieve contracten is nog niet voorbij

De keuze in het pensioenakkoord om vast te houden te houden aan het collectieve stelsel is een stap vooruit in de pensioendiscussie. De volgende stap is om de huidige praktijk van het delen van beleggingsrisico's tussen generaties in de nieuwe collectieve contracten te formaliseren – en niet overboord te zetten.

IN HET KORT

- Risicodeling tussen generaties levert een potentiële welvaarts-winst van ruwweg honderd miljard op.
- Deze intergenerationale risicodeling lijkt overboord te gaan door niet goed doordachte voorwaarden in het Regeerakkoord.

COEN TEULINGS

Hoogleraar aan de Universiteit Utrecht

Afgelopen voorjaar bereikten het kabinet en sociale partners na jaren van moeizame onderhandelingen een pensioenakkoord. Dit leek goed nieuws, vooral voor het vertrouwen in de instituties. Het pensioenakkoord verschaftte duidelijkheid over de pensioenleeftijd. Het stapte bovendien af van de overgang naar een individueel stelsel. Dat is een verbetering, omdat met collectieve contracten een grote potentiële welvaarts-winst kan worden gerealiseerd (Lever en Michielsen, 2016; Teulings, 2018; Bovenberg en Teulings, 2019). Bijna tegelijkertijd kwam ook de Commissie Parameters (2019) onder voorzitterschap van Jeroen Dijsselbloem met een rapport. De parameters zoals vastgesteld in dit rapport, zijn aan de zuinige kant, maar zeker verdedigbaar. De echte discussie – over de inrichting van collectieve contracten – werd echter vooruitgeschoven.

Van het aanvankelijke optimisme over het bereikte pensioenakkoord is als gevolg van de dreigende kortingen op de pensioenen inmiddels weinig meer over. De discussie over de inrichting van de collectieve contracten wordt daarmee extra belangrijk: als gekozen wordt voor het delen van beleggingsrisico's tussen generaties, kan welvaarts-winst worden gerealiseerd waardoor kortingen minder snel nodig zijn.

Intergenerationale risicodeling

Het drama van het huidige maatschappelijke pensioen-debat is dat het zich heeft verengd tot een verdelingsvraagstuk. De één vindt dat ouderen een greep in de kas doen van jongeren, terwijl de ander met evenveel recht het omge-

keerde claimt. De relevante discussie gaat niet over de *verdeling* maar over de *doelmatigheid*: hoe kan het stelsel zo worden ingericht dat de best mogelijke combinatie van risico en rendement wordt gerealiseerd?

Door het beleggingsrisico zoveel mogelijk in het begin van de levensloop van deelnemers te leggen, verbetert de afweging tussen risico en rendement: een hoger rendement bij gelijkblijvend risico. Het risico moet zelfs zozeer in het begin van de levensloop worden geconcentreerd dat het pensioenfonds voor jongeren geld leent om het in aandelen te beleggen, zelfs al voordat zij feitelijk tot het fonds zijn togetreden. Bij gelijkblijvend risico's wordt zo meer rendement gehaald, enerzijds door risico's te spreiden over een zo lang mogelijke periode, anderzijds door deelnemers op jonge leeftijd meer risico te laten dragen, zodat tegenvallers kunnen over een langere periode kunnen worden uitgesmeerd en deelnemers er op latere leeftijd van kunnen worden gevrijwaard.

De huidige verdelingsconflicten tussen generaties vallen in het niet bij de potentiële welvaarts-winst die kan worden gerealiseerd met een betere spreiding van het risico over de levensloop. Die welvaarts-winst ligt in de orde van grootte van tien procent van het arbeidsinkomen per jaar (kader 1), ofwel een contante waarde in de orde van grootte van honderd miljard.

Over de berekeningswijze van de potentiële welvaarts-winst bestaat geen meningsverschil tussen experts als Lans Bovenberg, Ilja Boelaars en Roel Mehlkopf en mijzelf. Zij zijn het er ook over eens dat die berekening om diverse redenen te simpel is; Bovenberg en Teulings (2019) geven van die redenen een overzicht. De verschillen van inzicht gaan over de vraag welke redenen het zwaarst wegen. Daarom sprak ik steeds over een *potentiële* welvaarts-winst. Soms leiden meer realistische veronderstellingen ertoe dat de welvaarts-winst kleiner wordt – bijvoorbeeld indien er rekening gehouden wordt met de onzekerheid van het toekomstige arbeidsinkomen van een generatie. In andere gevallen leiden ze er juist toe dat het risico nog meer geconcentreerd moet worden aan het begin van de levensloop, waardoor de winst groter wordt – bijvoorbeeld wanneer rekening gehouden wordt met de fluctuaties in volatiliteit op beurs.

Bovendien kan een pensioenfonds alleen beleggen in naam van zijn jongere en toekomstige deelnemers als er een pensioenplicht is. Ook dit leidt tot een terechte discussie: is de verplichtstelling hiervoor voldoende sluitend? Welke

grenzen stellen de onvermijdelijke gaten in de verplichtstelling aan de mate waarin pensioenfondsen risico kunnen concentreren aan het begin van de levensloop?

Vanwege het grote maatschappelijke belang voor zowel gepensioneerden als werkenden zou de eerste prioriteit moeten zijn om beter zicht te krijgen op de omvang van de *potentiële* welvaartswinst. Het valt daarom moeilijk te begrijpen waarom Netspar, het centrum voor het onderzoek naar het pensioenstelsel, geen verder onderzoek naar dit vraagstuk wil doen.

Het pensioenakkoord laat de hoofdvraag over de inrichting van risicodeling tussen generaties onbeantwoord

Risicodeling is niets nieuws

Intergenerationele risicodeling is overigens niets nieuws. Impliciet hanteren pensioenfondsen dit soort principes al ruim twintig jaar. Neem het begrip “inhaalpremie”: een premie die alle deelnemers moeten betalen om tegenvallers uit het verleden weg te werken, zoals na de dotcom-crisis. Daarmee zijn nieuwe deelnemers dus mede aangeslagen voor de slechte beleggingsresultaten uit het verleden. Impliciet belegden pensioenfondsen dus al voor toekomstige generaties. Nu het pensioenstelsel geleidelijk volgroeid raakt en de premie-inkomsten niet langer veel hoger zijn dan de pensioenuitkeringen voldoen deze impliciete principes niet meer. Er is simpelweg minder ruimte om later nog fouten te corrigeren. De uitgangspunten moeten daarom worden geëxpliciteerd. Bij alle frustraties en onzekerheid die het pensioendebat de afgelopen jaren heeft opgeleverd, is dit een belangrijke winst.

Niet overboord zetten

In feite wordt intergenerationele risicodeling dus al toegepast. Wat nu echter dreigt is dat door een aantal niet goed doordachte randvoorwaarden uit het Regeerakkoord die risicodeling in de toekomst onmogelijk wordt en de *potentiële* welvaartswinst van ruwweg honderd miljard verloren gaat. Zo worden de voordelen van solidariteit tussen generaties drastisch beperkt door de hersteltermijn voor het vermogen van pensioenfondsen te maximeren op tien jaar – die voordelen nemen namelijk kwadratisch toe met de lengte van de hersteltermijn. Bovendien maakt de vereiste dat buffers niet negatief mogen zijn, risicodeling tussen generaties onmogelijk. Bij intergenerationele risicodeling beginnen nieuwe generaties deelnemers doorgaans met een positieve buffer, maar soms is hij tijdelijk negatief, zoals het eerder genoemde voorbeeld van de dotcom-crisis laat zien. Dat is het kenmerk van risicodeling: gemiddeld genomen profiteert iedereen, maar bij tegenvallers moet ook ieder-

Risicodeling heeft grote meerwaarde

KADER 1

Ik volg het cijfervoorbeeld in Bovenberg en Teulings (2019). Theoretisch moet een deelnemer voor een optimaal resultaat steeds twintig procent van zijn totale vermogen – het toekomstige arbeidsinkomen plus het pensioenvermogen – beleggen in aandelen. Aan het begin van de levensloop is het vermogen het hoogst – op dat moment nog volledig vastgelegd in het toekomstig arbeidsinkomen. Daarom moet er dan veel in aandelen worden belegd. De gemiddelde looptijd van die beleggingen is 30 jaar met een risicopremie van 4 procent die wordt gerealiseerd over de 20 procent die in aandelen is belegd. Dat levert een extra rendement van $30 \times 4 \times 20 = 24$ procent van het totale vermogen.

De theorie laat zien dat ruwweg de helft daarvan de kosten van extra risico zijn. Van de resterende 12 procent kan een deel ook gerealiseerd worden zonder dat er voor jongere deelnemers geleend wordt. Dat moet dus niet worden meegenomen. Tegelijkertijd laat die 12 procent de winst van risicospreiding vóór toetreding tot het pensioenfonds buiten beschouwing. Die moet worden bijgeteld. Per saldo resulteert dit in een welvaartswinst van 10 procent van het totale vermogen. Hier zit de crux die in veel discussiebijdragen over het hoofd is gezien: het extra rendement heeft betrekking op het totale vermogen aan het begin van de levensloop, dat is ruwweg zes keer zo hoog als het gemiddelde pensioenvermogen.

een bijdragen. Willen we van de welvaartswinst van risicodeling profiteren, dan moet de buffer dus ook negatief kunnen zijn.

Mede vanwege deze niet goed doordachte randvoorwaarden in het Regeerakkoord, zal de uitwerking van het collectieve contract de komende jaren het uiterste vragen van de politieke wendbaarheid van het kabinet, en van de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid in het bijzonder. Inmiddels is duidelijk geworden dat het kabinet kortingen bij de pensioenen wil vermijden. Die wendbaarheid zal dus worden aangesproken. Honderd miljard euro is simpelweg teveel geld om zomaar in de Noordzee te gooien.

Literatuur

- Commissie Parameters (2019) *Samenvatting advies Commissie Parameters, te vinden op www.rijksoverheid.nl.*
- Bovenberg, A. en C. Teulings (2019) *Waarover wij het eens en oneens zijn in de pensioendiscussie*. ESB, 104(4771), 126–129.
- Lever, M. en T. Michielsen (2016) *Welvaartswinst van risicodeling en renteafdekking bij pensioen*. CPB Notitie, 28 november.
- Teulings, C. (2018) *Geen goed pensioen zonder intergenerationele verzekering*. ESB, (103)4762, 258–261.

Optimale verdeling macro-langlevensrisico afhankelijk van pensioenleeftijd

Als we allemaal ouder worden dan verwacht, vallen pensioenen noodzakelijkerwijs lager uit. Het is welvaartsverhogend om dit macro-langlevensrisico tussen generaties te delen. Wat is de beste manier om dit te doen?

IN HET KORT

- De blootstelling van jongeren aan macro-langlevensrisico in een pensioenfonds is groter dan die van ouderen.
- Met een optimale verdeelregel profiteren zowel jongeren als ouderen van het delen van macro-langlevensrisico.
- De mate waarin de pensioenleeftijd met de levensverwachting meebeweegt, bepaalt de hoogte van de welvaartswinst.

DIRK BROEDERS

Hoogleraar aan de Universiteit Maastricht en senior risk manager bij De Nederlandsche Bank

ROEL MEHLKOPF

Adviseur bij Cardano Risk Management

ANNICK VAN OOL

Promovendus aan de Universiteit Maastricht en toezicht-houder-specialist bij De Nederlandsche Bank

Een goed pensioen verzekert tegen langlevensrisico – dat is het risico dat je zonder inkomen komt te zitten als je ouder wordt dan verwacht. Langlevensrisico bestaat uit twee componenten. De eerste component is de individuele of microcomponent en die is goed te verzekeren door pensioenfondsen door simpelweg voldoende deelnemers te bedienen. Het risico dat sommige mensen veel ouder worden diversificeert zich dan weg.

Het tweede deel van het langlevensrisico, de systematische of macrocomponent, is het risico dat de gehele bevolking ouder wordt dan gedacht door bijvoorbeeld medische doorbraken. Deze component is lastiger te ondervangen door pensioenfondsen, maar kan wel worden gedeeld.

De manier waarop het macro-langlevensrisico wordt gedeeld verschilt momenteel. Onder de Wet verbeterde premieregeling wordt macro-langlevensrisico niet gedeeld, of alleen gedeeld onder gepensioneerden en oude werknemers. De wet hanteert een ‘Chinese muur’ met jonge werknemers, die dus niet meedoen in de risicodeling. Uitkeringsovereenkomsten verdelen daarentegen macro-langlevensrisico via uniforme regels voor indexatie en het korten van pensioenaanspraken over alle deelnemers zonder onderscheid naar leeftijd.

In de Kamerbrief *Principeakkoord vernieuwing pensioenstelsel* (SZW, 2019) stelt de minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid voor om alle generaties te betrekken bij de risicodeling in nieuwe pensioencontracten en de regels juist wel afhankelijk te maken van leeftijd. Dit is een logische keuze van het kabinet omdat cohorten verschillend bloot-

staan aan macro-langlevensrisico. In dit artikel onderzoeken we daarom wat de optimale verdeelregel voor het delen van macro-langlevensrisico is en vergelijken die met alternatieve verdeelregels. Een modelberekening geeft de daarbij te behalen welvaartswinst weer.

Delen van risico is welvaartsverhogend

Macro-langlevensrisico is een zogenaamd systematisch risico. Het beïnvloedt de hele bevolking en daarmee alle deelnemers in een pensioenfonds. Niettemin is het delen van macro-langlevensrisico binnen een pensioenfonds wenselijk. Hier zijn twee redenen voor.

Ten eerste beïnvloedt macro-langlevensrisico de cohorten in verschillende mate. Als de hele bevolking bijvoorbeeld gezonder gaat leven, dan stijgt de levensverwachting van jongeren meer dan die van ouderen. Jongeren hebben dus een hogere risico-blootstelling dan ouderen.

Ten tweede zijn jongeren beter in staat om dit risico te absorberen dan ouderen, want ze hebben een hogere risico-absorptiecapaciteit. Zo is het voor jonge werknemers makkelijker om hun arbeidsaanbod aan te passen door langer of korter te werken, terwijl dit niet mogelijk is voor gepensioneerden. In ons model hangt de risico-absorptiecapaciteit van werknemers af van de mate waarin de pensioenleeftijd meebeweegt met de levensverwachting. Als de pensioenleeftijd niet meebeweegt met de levensverwachting, is de risico-absorptiecapaciteit van werknemers niet hoger. Als de pensioenleeftijd volledig meebeweegt met de levensverwachting, wordt het macro-langlevensrisico voor werknemers via hun arbeidsaanbod meer dan geabsorbeerd.

Door deze verschillen in de risicoblootstelling en de risico-absorptiecapaciteit van cohorten levert het gericht delen van macro-langlevensrisico binnen een pensioenfonds welvaartswinsten op. Het pensioenfonds creëert daartoe een markt om het risico als het ware ‘intern te verhandelen’. Merk op: als de impact van het macro-langlevensrisico gelijk zou zijn voor alle cohorten én ook de risico-absorptiecapaciteit gelijk zou zijn voor alle cohorten, dan voegt het delen van dit risico niets toe. Dat is echter niet het geval.

Het model

Met het veelgebruikte Lee-Carter-model (Lee en Carter, 1992) schatten we verwachte sterftekans en kwantificeren we het macro-langlevensrisico. We kalibreren dit model met data van Nederlandse vrouwen over de periode 1985–2014. Figuur 1 laat de invloed zien van macro-langlevensrisico

op de verwachte resterende levensduur in dit model. Een veertigjarige Nederlandse vrouw had bijvoorbeeld in 2014 een resterende levensverwachting van ongeveer 45 jaar. De onzekerheid rondom deze verwachting varieert tussen de 40 jaar in het 5e percentiel en 50 jaar in het 95e percentiel.

Het macro-langlevensrisico daalt met de leeftijd. De afname van het verschil tussen het 5e en het 95e percentiel bij een toenemende leeftijd in figuur 1 illustreert dit. Voor deze afname zijn er twee oorzaken. De verwachte levensduur van oude cohorten hangt minder af van de toekomstige sterftekansen. Daarnaast zijn op hoge leeftijden sterftekansen minder gevoelig voor macro-langlevenschokken.

Als rekeneenheid voor de welvaartseffecten gebruiken we de consumptie tijdens pensionering in een premieregeling. Die consumptie stijgt of daalt door de veranderingen in sterftekansen en door het risicodelingsmechanisme. Als uitbreiding op de Wet verbeterde premieregeling nemen we aan dat alle cohorten meedoen aan de risicodeling. We nemen ook aan dat oude cohorten uit minder deelnemers bestaan dan jonge cohorten. Dit sluit aan bij de leeftijds-samenstelling van de meeste pensioenfondsen.

Drie beleidsopties voor de verdeelregel

De verdeelregels voor het macro-langlevensrisico bepalen in welke mate het ene cohort het risico overdraagt aan een ander cohort. In ruil hiervoor ontvangt het cohort dat het risico overneemt mogelijk een vergoeding van het overdragende cohort. We beschouwen drie verdeelregels: een uniforme, een eenzijdige en een optimale verdeelregel.

In een uniforme verdeelregel delen alle deelnemers procentueel gelijk in het macro-langlevensrisico, ondanks dat de risicoblootstelling verschilt voor individuele deelnemers. Een uniforme verdeelregel is de praktijk in een uitkeringsovereenkomst, waar een stijging van de levensverwachting tot een lagere dekkingsgraad leidt, en dat zich vertaalt in lagere indexatie voor alle deelnemers. Ook in de Wet verbeterde premieregeling leidt een stijging van de levensverwachting tot een uniforme neerwaartse aanpassing van de pensioenuitkering voor alle gepensioneerden en oude werknemers.

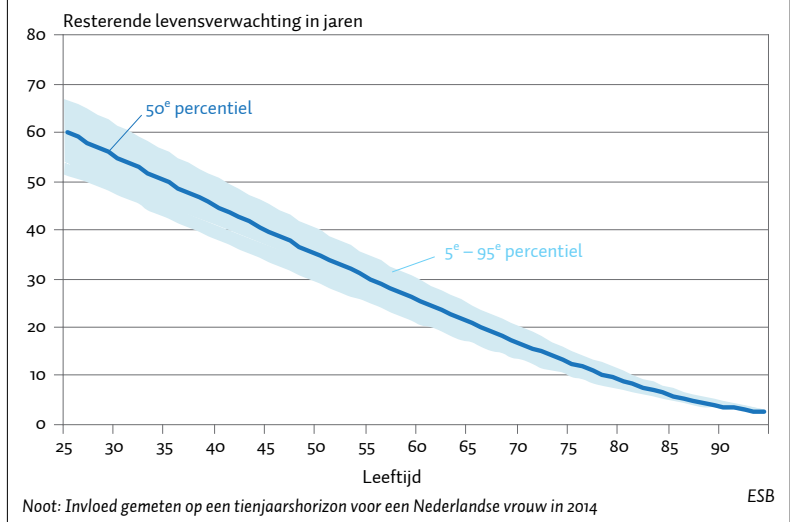
Bij een eenzijdige verdeelregel dragen gepensioneerden het risico over aan actieve deelnemers. De actieve deelnemers dragen dan hun eigen macro-langlevensrisico en dat van de gepensioneerden. Onder andere De Waegenaere et al. (2018) laten zien dat deze risico-overdracht voorkomt dat de pensioenuitkering van gepensioneerden daalt wanneer er een macro-langlevenschok plaatsvindt. Bij zowel de uniforme als de eenzijdige verdeelregel ontvangen de risicodragers geen compensatie voor het overnemen van risico.

De optimale verdeelregel bepaalt hoe het totale macro-langlevensrisico van alle deelnemers in het pensioenfonds het beste kan worden verdeeld. Dit gebeurt in twee stappen. Bij de eerste stap maximaliseren we de totale welvaart van alle cohorten. Bij de tweede stap bepalen we de risicocompensatie zodanig dat alle cohorten dezelfde welvaartsstijging ondervinden (Broeders et al., 2018).

Drie beleidsopties voor de pensioenleeftijd

De welvaartswinsten van risicodeling hangen ook af van de mate waarin de pensioenleeftijd meebeweegt met de

Onzekerheid in de levensverwachting per cohort FIGUUR 1



levensverwachting. Als langer leven samen gaat met langer werken, dan beperkt dat de gevolgen van een stijging van de levensverwachting voor actieve deelnemers.

We vergelijken daarom de volgende drie beleidsopties. Ten eerste: geen aanpassing van de pensioenleeftijd bij stijging of daling van de levensverwachting. Deze beleidsregel sluit aan bij de Nederlandse situatie voor april 2012 waarin de pensioengerechtigde leeftijd 65 was.

Ten tweede: een gedeeltelijke aanpassing van de pensioenleeftijd. De pensioenleeftijd past zich automatisch aan, zodanig dat de consumptie tijdens de pensioenfase gelijk blijft voor een werknemer. Deze beleidsregel benadert die uit het recente principeakkoord waarin een stijging van de levensverwachting met één jaar leidt tot een stijging van de pensioenleeftijd met acht maanden (SZW, 2019).

Ten derde: een volledige aanpassing van de pensioenleeftijd. De aanpassing is zodanig dat als de resterende levensverwachting bij pensionering met één jaar stijgt, de pensioenleeftijd ook met één jaar toeneemt. Dit beleid sluit aan bij de huidige Nederlandse situatie zoals die in april 2012 is vastgesteld.

Welvaartseffecten

We benaderen structurele veranderingen in de levensverwachting door het macro-langlevensrisico over tien jaar te aggregeren en drukken welvaartseffecten van de risicodeling uit in een percentage van het zekerheidsequivalent van de consumptie. Het zekerheidsequivalent is het gegarandeerde consumptieniveau dat een deelnemer hetzelfde nut oplevert als een onzekere, hogere consumptie. De benchmark is de zekerheidsequivalent van de consumptie zonder risicodeling (*autarkie*).

Als de pensioenleeftijd zich niet aanpast aan de levensverwachting is de welvaartswinst ten opzichte van autarkie van de optimale verdeelregel voor Nederlandse vrouwen gelijk aan 0,3 procent (tabel 1). Deze relatief kleine welvaartswinst ontstaat omdat bij een vaste pensioenleeftijd de gevolgen van het macro-langlevensrisico op de pensioenconsumptie grofweg gelijk zijn voor de verschillende cohorten. Beide alternatieve verdeelregels leiden hier tot een verlies.

Welvaartseffecten ten opzichte van autarkie

TABEL 1

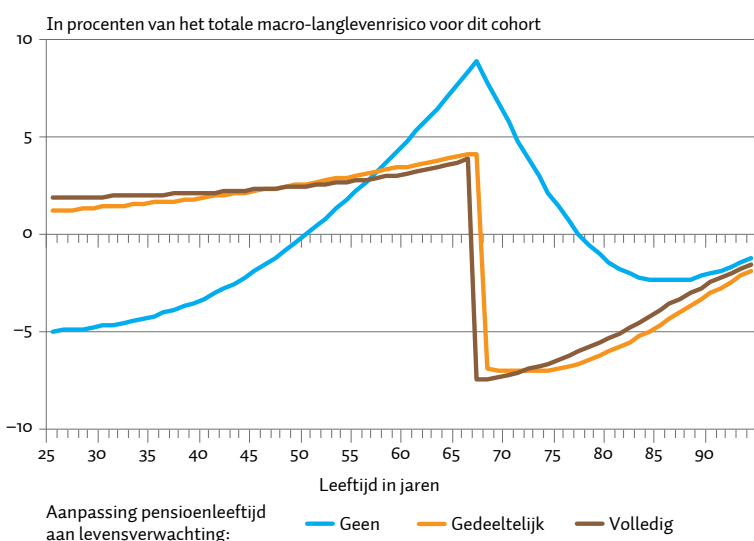
Aanpassing pensioenleeftijd aan levensverwachting	Verdeelregel		
	Optimaal	Uniform	Eenzijdig
Geen	0,3	-0,7	-1,7
Gedeeltelijk	0,5	0,5	0,2
Volledig	2,7	2,6	2,1

Noot: Welvaartseffecten als gevolg van het delen van een macro-langlevensrisico in procenten van het zekerheidsequivalent van consumptie op een tienjaarshorizon

ESB

Optimale verdeelregel ten opzichte van autarkie bij het delen van een macro-langlevensrisico

FIGUUR 2



Noot: Risico gemeten op een tienjaarshorizon

ESB

Bij aanpassing van de pensioenleeftijd kennen alle drie de verdeelregels een welvaartswinst voor alle cohorten tezamen ten opzichte van autarkie. Actieve deelnemers passen hun arbeidsaanbod aan door langer of korter te werken en absorberen hierdoor macro-langlevensrisico. Niettemin is het onder de alternatieve verdeelregels mogelijk dat bepaalde cohorten erop achteruitgaan. Zo is het uniform delen van macro-langlevensrisico nadelig voor de oudste cohorten: het maximale welvaartsverlies bedraagt dan 23 procent voor de oudste generatie (leeftijd 94). Dit komt doordat de oudste cohorten weinig macro-langlevensrisico kennen, maar wel een groot deel van het risico dragen. Onder de eenzijdige verdeelregel gaan echter juist de jongste generaties erop achteruit.

De hogere welvaartswinst in de optimale verdeelregel bij een aanpassing van de pensioenleeftijd komt door de hogere risicobereidheid van werknemers. Bij aanpassing van de pensioenleeftijd passen werkenden hun arbeidsaanbod aan als een *hedge* tegen een stijging of daling van de levensverwachting. Dit verhoogt de risicobereidheid van werknemers om het macro-langlevensrisico van gepensioneerden over te nemen. Bij een gedeeltelijke aanpassing van de pensioenleeftijd zetten werknemers hun risicodragende vermogen deels in en is de welvaartswinst ten opzichte van

autarkie 0,5 procent en bij volledige aanpassing zetten ze hun risicodragende vermogen volledig in en is de welvaartswinst 2,7 procent.

De hogere welvaartswinst bij een aanpassing van de pensioenleeftijd is niet het gevolg van het aanpassen van het arbeidsaanbod; hiervoor wordt er gecorrigeerd. De welvaartswinst is bij deze beleidsopties hoger, omdat de impact van het macro-langlevensrisico op de pensioenconsumptie voor actieven en gepensioneerden verschillend is waardoor risicodeling meer toegevoegde waarde krijgt.

Figuur 2 laat de optimale verdeelregels onder de drie beleidsopties zien. Op de y-as staat de risico-overdracht als percentage van de totale macro-langlevenschok. Een positieve risico-overdracht betekent dat het cohort risico van andere cohorten overneemt en een negatieve dat het cohort risico overdraagt. De som over alle cohorten is per definitie gelijk aan 0. Cohorten die risico van andere cohorten overnemen, ontvangen (indien noodzakelijk) een risicocompensatie waardoor alle cohorten erop vooruit gaan.

Bij een vaste pensioenleeftijd nemen cohorten tussen de 52 en 77 jaar het risico over van jongere en oudere cohorten. Dit is verklaarbaar omdat de cohorten rondom de pensioenleeftijd het grootste kapitaal bezitten en er geen aanpassing van het arbeidsaanbod optreedt. Bij een gedeeltelijke of gehele aanpassing van de pensioenleeftijd nemen werkenden het macro-langlevensrisico over van gepensioneerden. Het is logisch dat hierdoor welvaartsvoordelen ontstaan, omdat werkenden hun arbeidsaanbod aanpassen om een langlevenschok op te vangen.

Beleidsimplicaties

De Kamerbrief *Principeakkoord vernieuwing pensioenstelsel* wil alle generaties betrekken bij de risicodeling en de regels afhankelijk maken van leeftijd. Een pensioenfonds kan dit doen door een markt te creëren waarin deelnemers macro-langlevensrisico intern verhandelen.

Met dit onderzoek laten wij zien dat het gericht delen van dit risico binnen een pensioenfonds welvaartswinsten oplevert. Het delen van macro-langlevensrisico heeft met name meerwaarde wanneer de pensioenleeftijd meebeweegt met de levensverwachting. Onder de optimale verdeelregels gaan alle generaties erop vooruit doordat risicodragers compensatie ontvangen. Maar onder de alternatieve verdeelregels gaan bepaalde generaties erop achteruit. Zo kunnen de oudste generaties een welvaartsverlies van maximaal 23 procent ondervinden in de huidige uniforme verdeelregel.

Onderzoek naar het delen van macro-langlevensrisico vergt naast de financiële impact een breder perspectief. Een gezonde levensverwachting en praktische implementatie zijn bijvoorbeeld ook relevant voor deze onderzoeksvraag, maar vallen buiten de reikwijdte van dit artikel.

Literatuur

Broeders, D., R. Mehlkopf en A. van Ool (2018) *The economics of sharing macro-longevity risk*. DNB Working Paper, 618.

De Waegenaere, A., A. Joseph, P. Janssen en M. Vellekoop (2018) *Het delen van langlevensrisico*. Netspar Industry Paper, 01/2018.

Lee, R.D. en L.R. Carter (1992) Modeling and forecasting U.S. mortality. *Journal of the American Statistical Association*, 87(419), 659–671.

SZW (2019) *Kamerbrief principeakkoord vernieuwing pensioenstelsel*, 5 juni. Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid. Te vinden op www.rijksoverheid.nl.

Maak pensioenen simpel en eerlijk

Hoewel burgers het soms nog niet doorhebben, weten *ESB*-lezers al lang dat pensioenen leuk zijn. Dat komt niet alleen doordat pensioenen belangrijk zijn voor veel mensen, maar ook doordat ze ingewikkeld zijn en er nogal eens wat mis gaat. Zo blijft het spannend, ook voor pensioenprofessionals.

De essenties zijn simpel. Ten eerste: samen komen we verder dan alleen. Collectiviteit loont en solidariteit vaak ook. Het gedoe ontstaat als er verdeeld moet gaan worden en de wereld ondertussen verandert, bijvoorbeeld door demografische ontwikkelingen en langdurig lage rentes. Ten tweede: er is een uitruil tussen zekerheid en verwacht rendement. De commissie-Goudswaard (2010) signaleerde al dat veel burgers denken dat ze beide kunnen krijgen, maar pensioenfondsen kunnen niet toveren. Bij vergrijzende populaties is premieverhoging immers veelal geen optie meer.

Dergelijke uitdagende vraagstukken zijn voor economen niet problematisch. Zodra er een uitruil is, valt er iets te optimaliseren. Het genereren van gezamenlijk rendement en het verdelen ervan kan worden berekend, zodat er verstandige afwegingen kunnen worden gemaakt.

Waarom haakt de burger dan toch ongeïnteresseerd of teleurgesteld af bij het onderwerp pensioen? Dat komt door de dubbele uitlegbaarheid. De eerste uitlegbaarheid is het begrijpelijk maken van wat er aan de hand is. Dit vraagt om effectieve pensioencommunicatie en daarin is inmiddels veel verbeterd. Mede onder druk van externe toezichthouders hebben pensioenfondsen hun geruststellende beloftes vervangen door eerlijker berichten over de toekomst.

De tweede uitlegbaarheid gaat om ethiek. Pensioenbeslissingen moeten worden uitgelegd aan de betrokkenen. Vinden zij de beslissingen moreel acceptabel?

Ethische kwesties leiden tot emotionele reacties. Als je snel wilt scoren, voed je de boosheid van mensen die menen dat hun wordt tekortgedaan. Dat doe je door zelf onrealistische beloftes te doen en de uitleg over waarom die niet kunnen werken aan anderen over te laten. Hiervan zijn er voorbeelden te over, al decennialang. De media helpen een handje mee, want dergelijke



FIEKE VAN DER LECQ

Hoogleraar aan de Vrije Universiteit Amsterdam (VU) en verder onder andere kroonlid van de Sociaal-Economische Raad

situaties leveren verhitte debatten en sappige citaten op.

Bij het pensioenakkoord zien we dit ook. Enerzijds zijn vele pensioendeskundigen jaren bezig geweest om zorgvuldig na te gaan welke constellaties van veranderingen tot verbeteringen leiden, onder allerlei randvoorwaarden. Anderzijds waren diverse partijen er als de kippen bij om onderdelen van het akkoord af te kraken, daarmee de boosheid van groepen voedend, waardoor de hervormingsoperatie als geheel gevaar loopt. Juist omdat pensioenen zo complex zijn, moet je hervormingen als geheel bezien om vooruit te komen.

Terwijl pensioenfondsen hun boodschap hebben vereenvoudigd zodat

deze uitlegbaar wordt, kunnen anderen gerieflijk putten uit de technische complexiteit van pensioenen. Discussies over de rekenrente, de *ultimate forward rate* (UFR), het beleggingsbeleid, de premieberekening en dergelijke worden keer op keer opnieuw gevoerd. Het wordt voorspelbaar: noem mij het argument en ik zeg u van welk type belanghebbende het kwam. De argeloze burgers krijgen de indruk dat het met die pensioenen nog steeds ernstig mis is en dat er maar wat wordt aangerommeld met hun zuurverdiende inleg. Ook dat is voer voor de media, die er weer radiopanelen en talkshows tegenaan gooien. Ziehier een onderbelicht belang van verjonging van de pensioenexperts: zo blijven er steeds deskundigen bereid om het ware verhaal geduldig uit te leggen. Niet dat ze daarvoor heel veel kans krijgen, want pensioen is te complex voor soundbites, maar hun pogingen verdienen alle lof en ze doen het prima.

Terug naar het pensioenakkoord. De stuurgroep mag nu aan de slag om zaken concreet te maken en hopelijk gebeurt dat zonder al te veel 'achteruit-onderhandelen'. De piketpalen zijn al geslagen en de posities zijn ingenomen. Rekenaars en pensioentechnici gaan partijen helpen om de uitwerking vorm te geven. Wat rest is die dubbele uitlegbaarheid: zorg voor een simpel en ethisch acceptabel pensioen.

Literatuur

Commissie-Goudswaard (2010) *Een sterke tweede pijler: naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen*. Rapport te vinden op zoek.officielebekendmakingen.nl.

Pensioen voor iedereen

De pensioenleeftijd gaat langzamer omhoog en zelfstandigen zonder personeel krijgen ook toegang tot de pensioenfondsen. Heeft iedereen hiermee dan toegang tot een goede oudedagsvoorziening?

Met hervorming van de AOW-leeftijd keert voor even de rust terug

Met het nieuwe pensioenakkoord komt de regering tegemoet aan de kritiek op het rappe tempo van het verhogen van de AOW-leeftijd. De prijs die hiervoor betaald wordt door de regering is te overzien. Echter, het stelsel is voor velen te complex geworden, met als gevolg dat mensen niet meer weten wanneer ze nu met pensioen gaan.

IN HET KORT

- Kabinet vertraagt de verhoging van de AOW-leeftijd en verruilt de een-op-een koppeling voor een minder sterke koppeling.
- Met deze AOW-hervorming is de verhouding tussen werk- en pensioentijd gelijk voor huidige en toekomstige generaties.
- De hervorming biedt geen oplossing voor uitdagingen zoals de ongelijkheid in levensverwachting tussen opleidingsniveau's.

HARRY VAN DALEN

Hoogleraar aan Tilburg University en onderzoeker bij NIDI-KNAW

KÈNE HENKENS

Hoogleraar aan de Rijksuniversiteit Groningen en onderzoeker bij NIDI-KNAW

JOOP DE BEER

Hoofd Afdeling Vergrijzing en levensduur bij NIDI-KNAW

Het onderzoek is gefinancierd door het Instituut Gak

De vergrijzing van de bevolking zet het huidige pensioenstelsel onder grote druk. Dit heeft vooral invloed op de AOW, mede vanwege het omslagkarakter waarbij de werkenden van nu de premies en belastingen opbrengen voor de AOW-uitkeringen aan de ouderen van nu. In een land waar het aantal 65-plussers zal stijgen van het huidige niveau van 3,3 miljoen naar 4,8 miljoen in 2040, lijkt een verhoging van de AOW-leeftijd onvermijdelijk. Het verhogen van de AOW-leeftijd is een tweesnijdend zwaard: de AOW-uitgaven worden lager, en doordat de groep potentieel werkenden groter wordt, vergroot je tegelijkertijd het draagvlak.

Het verhogen van de AOW-leeftijd levert ook lastige vragen op, zoals de vraag óf mensen wel langer kunnen doorwerken en wanneer de verhoging moet worden ingevoerd. Om een jaarlijks terugkerend debat over de AOW-leeftijd in de Tweede Kamer te voorkomen, werd er in 2011 besloten om de AOW-leeftijd te laten meestijgen met de stijging van de levensverwachting (op 65-jarige leeftijd) en om dit principe in een wet te verankeren (Tweede Kamer, 2011). Een een-op-een-koppeling van de AOW-leeftijd aan de stijging van de levensverwachting zou een grote bijdrage leveren aan de betaalbaarheid van de AOW op de lange termijn. Het effect van zo'n koppeling is wel dat ieder gewonen levensjaar, een jaar langer doorwerken zou betekenen.

De emoties onder werknemers over deze koppeling en het versnelde tempo waarmee de AOW-leeftijd midden in de crisis steeg, liepen hoog op – en dat is begrijpelijk. De AOW-leeftijd is voor de doorsneeburger de leeftijd die bepaalt waarop men met pensioen kan gaan. Het aanvullende pensioen biedt weliswaar flexibiliteit om eventueel wat eerder met werken te stoppen, maar de geboden flexibiliteit wordt vooral benut door werknemers met veel financiële armsgslag (Van Dalen en Henkens, 2018). Ook werkgevers waren in hoge mate tegen de wijze waarop de AOW-leeftijd werd verhoogd, vooral omdat men zich zorgen maakte over de inzetbaarheid en productiviteit van oudere werknemers (Van Dalen et al., 2019).

Onder economen heeft lange tijd de consensus bestaan dat een verhoging van de AOW-leeftijd in het licht van een gestegen levensverwachting een verstandig besluit zou zijn. Bovenberg kwam in 2002 al met het idee dat de pensioen-leeftijd aan de levensverwachting gekoppeld zou dienen te worden (Bovenberg, 2002). En in 1956 werd al bij de 'geboorte' van de AOW geopperd om de AOW-leeftijd, in het licht van de te verwachten vergrijzing, ieder jaar met een maand te verhogen (Van Dalen et al., 2006).

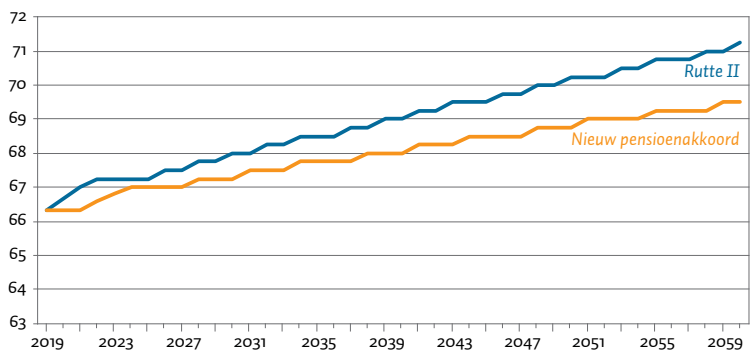
Crisismaatregel

Waarover de consensus onder economen uiteenloopt is het tempo waarmee de AOW-leeftijd dient te stijgen. In de meeste landen vindt men een stapsgewijze verhoging naar 66, 67 en soms 68 jaar wel voldoende. Maar in Nederland moest het nog een tandje sneller. Een reconstructie van het ontstaan van de koppeling laat zien hoe de crisis de motor was achter de totstandkoming van het pensioenakkoord in 2010 (Veilbrief, 2019). De leeftijd van 67 jaar zou al in 2021 worden bereikt, en daarna zou de koppeling aan de levensverwachting effectief worden.

Het grote gevaar met het koppelingsmechanisme, zoals het in 2012 is bedacht, is dat er geen rem op zit. De enige rem is de levensverwachting zelf, want als die afvlakt of stopt, stopt ook de stijging van de AOW-leeftijd. Uiteraard kende de originele AOW ook een onbalans, want iedere verhoging van de levensverwachting leidde tot een langere AOW-tijd. Zoals De Beer et al. (2017) dit vlak voor de verkiezingen van 2017 uiteenzetten: "De huidige levensverwachtingskoppeling is onhoudbaar omdat het een disproportionele doorwerklast neerlegt bij de werkende generaties van nu en in de toekomst."

De AOW-leeftijd volgens oude wet (Rutte II) en het nieuwe pensioenakkoord

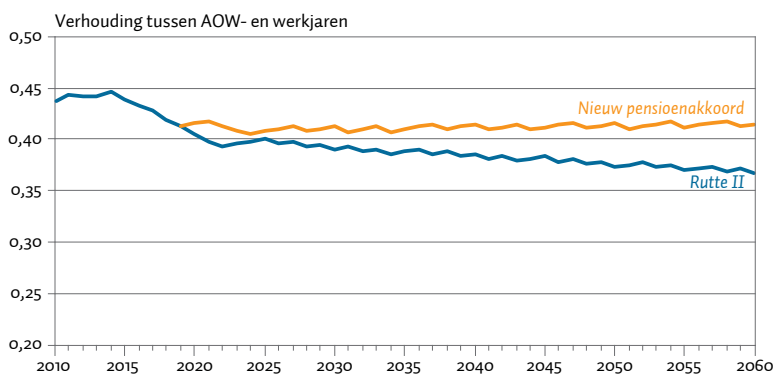
FIGUUR 1



Bron: Rijksoverheid (2019) | ESB

Verhouding tussen AOW- en fictieve werkjaren, Rutte II en nieuw pensioenakkoord

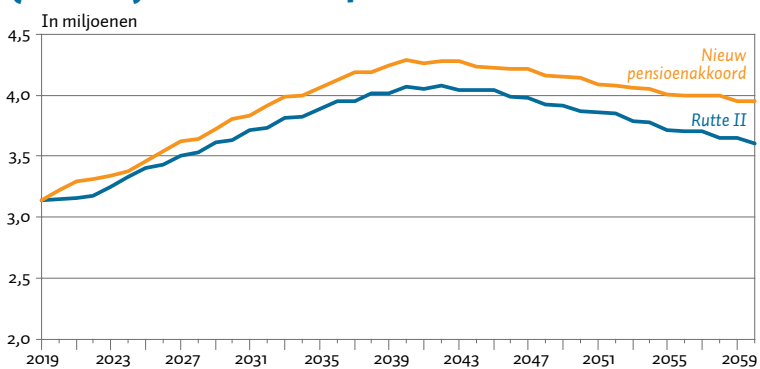
FIGUUR 2



Data: CBS StatLine | ESB

Aantal AOW-gerechtigden volgens oude wet (Rutte II) en het nieuwe pensioenakkoord

FIGUUR 3



Data: CBS StatLine | ESB

Veranderingen in het pensioenakkoord

Met het nieuwe pensioenakkoord laat het kabinet de een-op-een-koppeling los, en wordt de ingangsdatum van een alternatieve koppeling vertraagd (figuur 1). De AOW-leeftijd wordt met onmiddellijke ingang twee jaar vastgezet op 66 jaar en 4 maanden. Daarna stijgt de AOW-leeftijd door naar 67 jaar in 2024. En vanaf 2025 zal de leeftijd niet langer een-op-een stijgen met de gemiddelde levensverwachting die op 65-jarige leeftijd geldt, maar met een factor 2/3. Dit betekent de facto dat de winst in levensverwachting voor een derde deel ten goede komt aan een langere pensioentijd voor Nederlandse ingezetenen.

Budgettaire en arbeidsmarktimplicaties

De kritiek is in grote lijnen verwerkt in het nieuwe pensioenakkoord. Door de bevrozing van de AOW-leeftijd en het naar achteren verschuiven van het koppelmoment aan de levensverwachting verzacht men de pijn voor de huidige en toekomstige generaties van oudere werknemers. Voor de generatie die in 2060 AOW-gerechtigd is, scheelt dat bijvoorbeeld ruim 1,5 jaar. Een tragere stijging van de AOW-leeftijd heeft gevolgen voor de gemiddelde verhouding AOW-jaren/gewerkte jaren. Figuur 2 toont deze verhouding voor de oude koppelingwet en het nieuwe pensioenakkoord. Het nieuwe pensioenakkoord leidt, in tegenstelling tot het oude stelsel, tot een constante verhouding van AOW-jaren en gewerkte jaren. Voor de komende generaties schommelt de verhouding AOW-jaren/werkjaren rond de 41 procent. Deze berekening gaat ervan uit dat het fictieve arbeidsverleden begint op twintigjarige leeftijd.

Het bewerkstelligen van deze nieuwe balans kent uiteraard wel een prijskaartje, omdat de vertraging van de AOW-leeftijd leidt tot meer AOW-uitkeringsgerechtigden (figuur 3). Het eerste gedeelte van de bijstelling van de AOW-leeftijd – het vertragen van het moment dat de koppeling gaat werken – kost volgens onze berekeningen over de periode 2020–2024 ongeveer zes miljard euro. Hierbij zijn we uitgegaan van dezelfde uitgangspunten als in De Beer et al. (2018). Vanaf 2025 zal de koppeling aan de levensverwachting gaan werken (met een factor 2/3 in plaats van 1), en daardoor neemt het budgetverlies ten opzichte van de oude wet geleidelijk toe van 1,3 miljard euro in 2026 tot 4 miljard euro per jaar in 2060.

De zwakke stee

De grote vraag is uiteraard of er, met het nieuwe pensioenakkoord, op het punt van de AOW rust komt in het debat rond de AOW-leeftijd, en er geen verdere hervormingen zullen plaatsvinden. Wij vrezen van niet. Een belangrijke overkoepelende reden hiervoor is ooit gegeven door Barr en Diamond (2009). Zij stelden dat pensioenhervormingen te vaak als een technocratische top-down-exercitie worden gezien, terwijl de communicatie en implementatie van een hervorming even belangrijk zijn. In een land waar pensioen tot op twee cijfers achter de komma wordt uitgerekend, loert altijd de valkuil van de technocratie. Men lost een probleem op macroniveau op, waardoor er nieuwe problemen op microniveau opduiken.

De een-op-een-koppeling van de AOW-leeftijd aan de levensverwachting is een schoolvoorbeeld van zo'n techno-

cratische valkuil gebleken, en een harde les in economische politiek. De gedachte was dat een dergelijke koppeling een terugkerend politiek debat over de verhoging van de AOW-leeftijd voor altijd overbodig zou maken. Het uitschakelen van het politieke proces over een onderwerp dat iedereen persoonlijk raakt, heeft niet gewerkt. Het maatschappelijk debat over *of, hoe* en *wanneer* de AOW-leeftijd verhoogd dient te worden vindt immers toch plaats. Sterker nog, het nieuwe pensioenakkoord laat zien dat er veel elementen 'geïntroduceerd' zijn die reeds in de pensioendiscussies van de periode 2009–2010 aanwezig waren, maar die door de paniek vanwege de crisis overboord gegooid zijn. Denk aan een geleidelijk tempo van verhoging, een betere balans tussen werk- en pensioentijd (in FNV-plannen), en een flexibele AOW-datum.

Daarnaast is het sterk de vraag of mensen ook met dit nieuwe pensioenakkoord wel beseffen in welke mate zij langer zullen moeten doorwerken. Recent onderzoek van Henkens et al. (2019) laat zien dat het besef en de beleving van burgers wat betreft hun AOW-leeftijd ver te zoeken is. De overgrote meerderheid van de burgers weet niet op welke leeftijd men AOW-gerechtigd is. Jongeren onderschatten deze leeftijd met drie jaar, maar ook burgers van middelbare leeftijd zitten er gemiddeld een tot twee jaar naast. Zelfs mensen die naar eigen zeggen precies weten wat hun AOW-leeftijd is, zitten er vaak fors naast. Dit heeft voor een deel te maken met de vele wijzigingen in het verhogingstempo van de AOW-leeftijd, en het valt nog maar te bezien of dit nieuwe pensioenakkoord het besef zal vergroten over wanneer men AOW-gerechtigd is. Mensen zijn gewend om in leeftijden te denken die op nul of vijf eindigen (ook wel *age heaping* genoemd) en het is een illusie om te denken dat mensen een pensioenleeftijd zullen onthouden van, zeg, 69 en 3 maanden, zeker als die tot vijf jaar voor de pensioendatum nog onzeker is. Een pensioenstelsel dat meer verantwoordelijkheid en risico legt bij de individuele burger die geen besef heeft van zijn AOW-leeftijd is vragen om nieuwe moeilijkheden.

Bovendien zijn er verschillende vraagstukken die het nieuwe systeem niet aanpakt. Zo is er de vraag hoe mensen met zware beroepen op een fatsoenlijke wijze hun AOW kunnen halen. Daarnaast zullen lager- en hogeropgeleiden niet even lang van hun pensioen kunnen genieten. Het is immers een bekend gegeven dat hogeropgeleiden langer en gezonder leven dan lageropgeleiden, en zoals een recent bericht van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS, 2019) laat zien lijkt deze divergentie zich alleen maar te vergroten.

Conclusie

Het nieuwe pensioenakkoord is een verbetering ten opzichte van de oude regeling waarin de AOW-leeftijd een-op-een gekoppeld was aan de levensverwachting. De balans tussen AOW- en werkjaren is nu min of meer gelijk voor de toekomstige generaties, en zoals minister Koolmees het voortschrijdende inzicht vertolkt: "We werken langer, maar kunnen ook langer genieten van het pensioen. Dat is veel beter uit te leggen." (Elsevier, 2019)

De problemen die voor de korte termijn resteren, hebben vooral te maken met het pensioenbegrip en de zware

beroepen. Maar voor de lange termijn lijkt men, door de AOW-leeftijd te koppelen aan de gemiddelde levensverwachting, de doos van Pandora te hebben geopend. De levensverwachting verschilt, zoals gezegd, tussen opleidingsniveau's. De kans is groot dat de koppeling aan de levensverwachting de aandacht vestigt op een element van de AOW dat eerst de redelijkheid vertolkte in het hervormen van de AOW, maar op de lange termijn wel eens de nieuwe splijtzwaam van de AOW zou kunnen zijn. Hervorderen van levensjaren is politici immers niet gegeven.

Literatuur

- Barr, N. en P. Diamond (2009) Reforming pensions: principles, analytical errors and policy directions. *International Social Security Review*, 62(2), 5–29.
- Beer, J. de, H.P. van Dalen en K. Henkens (2017) *Stijgt de AOW-leeftijd niet te hard?* Artikel op www.mejudice.nl, 11 maart.
- Beer, J. de, H.P. van Dalen en K. Henkens (2018) *De verbeelding van een redelijke verhoging van de AOW-leeftijd*. Artikel op www.mejudice.nl, 21 december.
- Bovenberg, A.L. (2002) Nieuwe spelregels voor een nieuwe levensloop. In: H. van Dalen en F. Kalshoven (red.), *Meesters van de welvaart*. Amsterdam: Balans, 67–78.
- CBS (2019) *Verschil levensverwachting hoog- en laagopgeleid groeit*. CBS Nieuwsbericht, 16 augustus.
- Dalen, H.P. van, en K. Henkens (2018) Vervroegd pensioen is kwestie van noodzaak of fortuin. *ESB*, 103(4767), 510–513.
- Dalen, H.P. van, K. Henkens en J. Oude Mulders (2019) Increasing the public pension age: employers' concerns and policy preferences. *Work, Aging and Retirement*, 5(3), 255–263.
- Dalen, H.P. van, F.W.A. van Poppel en H. van Solinge (2006) Langer leven, later met pensioen? *Demos*, 22(2), 9–13.
- Elsevier (2019) Het is mijn generatie die het hardst wordt geraakt. *Elsevier Weekblad*, 28, 96.
- Henkens, K., H.P. van Dalen en H. van Solinge (2019) *Besef en beleving van de verschuivende AOW-leeftijd*. Artikel op www.mejudice.nl, 3 juni.
- Rijksoverheid (2019) *AOW-leeftijd op basis van principeakkoord juni 2019*. Bestand op www.rijksoverheid.nl, 6 juni.
- Tweede Kamer (2011) *Wijziging van de Algemene Ouderdomswet: Memorie van Toelichting*. Kamerstuk 33046 no. 3.
- Veilbrief, A. (2019) *Een logische leeftijds koppeling die niet zo logisch bleek*. Artikel op www.pensioenpro.nl, 13 maart.

Spaargedrag zelfstandigen kan worden gestimuleerd via keuzearchitectuur

In het pensioenakkoord is afgesproken dat zelfstandigen toegang krijgen tot de sectorpensioenfondsen. De sectoren mogen zelf bepalen hoe zij dit vormgeven. Met welke regeling kunnen zij zelfstandigen het beste stimuleren om genoeg te sparen voor hun tweedepijlerpensioen?

IN HET KORT

- De manier waarop zelfstandigen aan tweedepijlerpensioenen kunnen deelnemen moet per sector worden bepaald.
- Een opt-out-regeling waarbij het spaarpercentage over de tijd omhoog gaat lijkt de meest veelbelovende optie.

JONA LINDE
Universitair docent
aan de Universiteit
Maastricht

En op de vijf zelfstandigen zonder personeel heeft, naar eigen zeggen, geen pensioenvoorziening getroffen (CBS, 2019). In de onderhandelingen voor het pensioenakkoord zijn er daarom ook afspraken gemaakt over het pensioen van zelfstandigen in de tweede pijler. Het meest concrete resultaat van het pensioenakkoord dat voor zelfstandigen van belang is, is het openstellen van de sectorpensioenfondsen voor alle zelfstandigen. Nu is het alleen in sommige gevallen mogelijk om bij de overstap van loondienst naar zelfstandigheid de deelname aan het pensioenfonds voort te zetten.

Door een aantal herverdelingsvormen te laten vervallen, in het bijzonder het loslaten van de doorsneepremie, wordt het nieuwe pensioencontract bovendien persoonlijker en transparanter. Het loslaten van de doorsneesystematiek verkleint de averse-selectieproblemen die ontstaan doordat deelname aan dit systeem het meest aantrekkelijk is voor oudere deelnemers (Van der Lecq en Oerlemans, 2009). Daarnaast wordt het eenvoudiger voor de deelnemer om te zien hoe zijn of haar bijdrages tot pensioenopbouw leiden.

Vormen van deelnemen

Hoewel werknemers verplicht aan een sectorpensioenfonds bijdragen, is in het pensioenakkoord alleen afgesproken dat zelfstandigen *toegang* krijgen tot sectorpensioenfondsen. Per sector wordt er, in overleg met vertegenwoordigers van zelfstandigen, afgesproken hoe die toegang eruitziet. Verplichtstelling zal alleen bij voldoende draagvlak onder zzp'ers mogelijk zijn.

Ervaringen met buitenlandse pensioenstelsels tonen aan dat een goede keuzearchitectuur even belangrijk kan zijn voor spaargedrag als de aantrekkelijkheid van spaarregelingen. Verplicht sparen is daarbij een van de opties. Andere opties zijn een opt-in, waarbij de zelfstandige zelf de keuze moet maken om deel te nemen, of een opt-out, waarbij de zelfstandige deelneemt tenzij zij of hij expliciet aangeeft dat niet te willen.

Opt-in

Opt-in lijkt het meeste op het huidige systeem. Bij veel sectorpensioenfondsen kunnen deelnemers die zelfstandige worden al blijven deelnemen aan het sectorfonds, als ze daar expliciet voor kiezen. Verder worden zelfstandigen geacht pensioen op te bouwen in de derde pijler, of door middel van reserveringen binnen hun bedrijf. Onderzoek in het buitenland laat echter zien dat ook wanneer een spaarregeling volledig individueel en financieel zeer aantrekkelijk is, er veel mensen niet vrijwillig deelnemen en/of te weinig pensioen opbouwen (Hanna en Chen, 2016).

Gedragseconomen verklaren de geringe populariteit van (pensioen)sparen door de zogenaamde *present-bias*. Mensen kennen een onevenredig gewicht toe aan het heden, en onderschatten de kracht van rente-op-rente (O'Donoghue en Rabin, 1999; Goda et al., 2015). Daarbovenop komt de neiging om moeilijke beslissingen, zoals je pensioen regelen, uit te stellen (O'Donoghue en Rabin, 2001).

Verplicht

De hierboven besproken gedragseconomische verklaringen kunnen als argument worden aangegrepen om pensioen-sparen verplicht te stellen. Zeker als blijkt dat zelfstandigen onder een opt-in-stelsel nog steeds weinig sparen. Er zijn echter ook goede redenen waarom zelfstandigen soms weinig willen sparen. Zo kunnen hun inkomens meer variëren, of hebben ze wellicht nog een laag inkomen wanneer hun bedrijf in de opbouwfase zit. Nu vrijwillig deelnemen aan collectieve pensioenregelingen aantrekkelijker wordt – door de beperking van de solidariteit en de daarmee gepaard gaande averse-selectieproblemen – blijven er vooral paternalistische argumenten over om deelname aan collectieve pensioenregelingen te verplichten.

Verplicht deelnemen is al mogelijk en gebeurt reeds in de schilderssector. Daarbij treedt het probleem op dat

bepaald moet worden *welk bedrag* zelfstandigen gaan sparen. Bij het pensioenfonds BPF van de schilderssector dragen zelfstandige schilders bij op basis van hun pensioenkeuzeloon. Dit keuzeloon kan de schilder zelf kiezen tussen de 20.926 en 51.639 euro, waardoor slechts een relatief lage bijdrage echt verplicht is. Bovendien is het laagste pensioenkeuzeloon de standaardoptie, zodat dit systeem ook gezien kan worden als een verplichte basis met een opt-in-uitbreiding.

Opt-out

Een alternatieve manier om sparen zonder verplichtstelling te bevorderen is een opt-out-systeem. Daarbij neemt een zelfstandige automatisch deel aan een pensioenspaarregeling, tenzij zij/hij daar expliciet van afziet. Een opt-out-pensioen voor zelfstandigen bestaat nog niet, maar is een veelvuldig voorgestelde optie (Brüggen en Knoef, 2017).

In het buitenland is er wel ervaring aanwezig met opt-out-systemen, maar alleen voor werknemers. Nieuw-Zeeland, Italië en het Verenigd Koninkrijk hebben alle drie hun pensioenstelsel recent omgezet van een opt-in naar een opt-out-stelsel, met een flinke toename van het pensioensparen als gevolg (Collard, 2012; Rinaldi, 2011; Allen et al., 2018).

Een opt-out-systeem voor zelfstandigen bestaat nog nergens. De meest voor de hand liggende reden daarvoor is een praktische: werknemers hebben een werkgever die weet hoeveel zij verdienen en die automatisch een deel van hun loon kan inhouden. Bij zelfstandigen zal iemand moeten bepalen hoeveel zij verdienen, als het pensioenspaarbedrag daarvan afhangt, en het geld moeten innen.

Bij het invoeren van een opt-out-pensioen zal men daarnaast de aard van de opt-out moeten bepalen. Zo heeft het Nibud voorgesteld dat zelfstandigen alleen van deelname mogen afzien wanneer ze aantonen dat ze op een andere manier voldoende pensioen op kunnen bouwen (Van der Schors en Groen, 2018). De meeste bestaande opt-out-stelsels kennen een veel laagdrempeliger systeem, waarbij afzien van deelname zonder enige aanleiding mogelijk is.

Opt-out met escalatie

Gedragseconomie geeft echter meer handvatten om het sparen te stimuleren dan alleen opt-outs. Benartzi en Thaler (2013) beargumenteren dat een opt-out-stelsel leidt tot meer spaarders, maar niet per se tot meer besparingen. Het standaardspaarbedrag is namelijk vaak redelijk laag, omdat mensen anders toch afzien van deelname. De oplossing hiervoor is een escalierend spaarplan waarbij het spaarpercentage over de tijd omhoog gaat. Met hun plan *Save More Tomorrow* hebben deze auteurs laten zien dat escalatie inderdaad tot flink extra sparen leidt (Thaler en Benartzi, 2004).

Bij alle opt-out-stelsels, met of zonder escalatie, zal er informatie moeten worden ingewonnen over het inkomen van een zelfstandige en zal ook het geld moeten worden geïnd. Een eenvoudige optie is om alleen een laag basis-spaarbedrag als standaardoptie vast te stellen, zoals nu het geval is bij schilders – het is dan minder noodzakelijk om het inkomen van de zelfstandige vast te stellen.

Een ambitieuzer opt-out-stelsel zal waarschijnlijk moeten aansluiten bij de belastingaangifte. Het voordeel daarvan is dat iedere zelfstandige aangifte moet doen, en dus ook de pensioenspaarkeuze niet meer kan ontlopen. Het spaarbedrag wordt daardoor wellicht een meer weloverwogen keuze dan bij een standaard-opt-out. In de aangifte kan een pensioenspaarmodule worden ingevoegd – met daarin een standaardoptie met escalatie, zoals voorgesteld door Thaler en Benartzi. Een dergelijk systeem is niet op sectorniveau te realiseren, en zal daarom coördinatie tussen overheid en sociale partners vergen.

Conclusie

Het pensioenakkoord breidt de mogelijkheden uit voor zelfstandigen om te sparen in de tweede pijler, en maakt deze spaarvorm bovendien aantrekkelijker. Internationale ervaring en gedragseconomisch onderzoek laten echter zien dat het maar zeer de vraag is of zelfstandigen daardoor ook beduidend meer gaan sparen. Minstens zo belangrijk als de formele regels is de keuzearchitectuur, de manier waarop de spaarkeuze wordt voorgelegd. Een opt-out-stelsel waarbij het spaarpercentage over de tijd stijgt zal het sparen waarschijnlijk het meeste stimuleren, zonder dat verplichtstelling noodzakelijk is.

Literatuur

- Allen, L., M. Hodges, N. Kreitmair et al. (2018) *Automatic enrolment evaluation report 2018*. Rapport te vinden op www.gov.uk.
- Benartzi, S. en R.H. Thaler (2013) Behavioral economics and the retirement savings crisis. *Science*, 339(6124), 1152–1153.
- Brüggen, L. en M. Knoef (2017) Pensioen: de beperkte aandacht voor sparen voor later. In R. Dur (red.), *Gedragseconomie en beleid: Preadviezen 2017*. Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, 31–36.
- CBS (2019) *4 op 10 zzp'ers geen voorziening arbeidsongeschiktheid*. CBS Bericht, 4 april.
- Goda, G.S., M.R. Levy, C.F. Manchester et al. (2015) *The role of time preferences and exponential-growth bias in retirement savings*. NBER Working Paper, 21482.
- Collard, S. (2012) Workplace pension reform: lessons from pension reform in Australia and New Zealand. *Social Policy and Society*, 12(1), 123–134.
- Hanna, S.D. en S.C.-C. Chen (2016) Retirement savings. In: J.J. Xiao (red.), *Handbook of Consumer Finance Research*. Cham, CH: Springer International Publishing, 35–46.
- Lecq, F. van der, en A. Oerlemans (2009) *Zelfstandigen zonder pensioen*. NEA Paper, 24. Te vinden op www.netspar.nl.
- O'Donoghue, T. en M. Rabin (1999) Doing it now or later. *The American Economic Review*, 89(1), 103–124.
- O'Donoghue, T. en M. Rabin (2001) Choice and procrastination. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 121–160.
- Rinaldi, A. (2011) Auto-enrolment in private, supplementary pensions in Italy. In: *Improving Financial Education Efficiency*. Parijs: OECD Publishing, 135–148.
- Schors, A. van der, en A. Groen (2018) *Rondkomen na pensionering, nu en in de toekomst*. Nibud Rapport, 4 oktober.
- Thaler, R.H. en S. Benartzi (2004) Save more tomorrow: using behavioral economics to increase employee saving. *Journal of Political Economy*, 112(1), S164–S187.



Ruim
6000
economen
volgen ESB

ESB, hét platform voor economen

Wie wil begrijpen hoe de economie in elkaar steekt, kan niet zonder ESB. Al meer dan honderd jaar biedt ESB inzicht in markten en argumenten voor beleid. De ESB-artikelen worden gemaakt door en voor economen en

worden gelezen in honderden organisaties. Ruim zesduizend economen zijn inmiddels aangesloten. ESB is daarmee hét platform voor academisch economen en invloedrijke beleidsmakers.



- ✓ ACTUEEL ONDERZOEK
- ✓ DAGELIJKSE UPDATES
- ✓ WEKELIJKSE NIEUWSBRIEF

PROBEER
4 WEKEN GRATIS
ESB.NU/PROBEER ►

Veel werknemers blijven pensioenloos

De opluchting was duidelijk af te lezen op de gezichten van de onderhandelaars: eindelijk lag er een pensioenakkoord. Toch blijft wat mij betreft de champagne in de fles, want de opluchting werd rap gevolgd door teleurstelling: dit akkoord heeft een paar grote blinde vlekken.

De allergrootste is dat het akkoord niets verandert voor de grote groep Nederlanders die wel werkt, maar géén pensioen opbouwt. En dat zijn niet alleen de zelfstandigen.

Het Centraal Bureau voor de Statistiek telde eind vorig jaar maar liefst 856.000 werknemers tussen de 21 jaar en de AOW-leeftijd die in 2016 géén pensioen opbouwden in een collectieve regeling (CBS, 2018). Slechts 38.000 van hen compenseerden dit door zelf pensioen op te bouwen in de derde pijler (lijfrente of banksparen). Die 'werknemers-zonder-pensioen' werken bij kleine werkgevers zonder verplichte pensioenregeling of als uitzendkracht. De pensioenregeling voor uitzendkrachten kent een wachttijd van zes maanden bij *hetzelfde* uitzendbureau; wie vaak van uitzendbureau wisselt kan dus jarenlang werken zonder pensioen op te bouwen.

Hetzelfde onderzoek keek ook naar zelfstandigen, maar liet daarbij directeuren-groootaandeelhouders buiten beschouwing. Al met al is de groep zelfstandigen die in 2016 geen pensioen opbouwde in de tweede of derde pijler waarschijnlijk niet of nauwelijks groter dan de groep werknemers zonder pensioen. Het is dan ook niet verrassend dat het pensioenakkoord geen pensioenplicht voor zzp'ers omvatte – die is er immers ook niet voor alle werknemers.

In het nieuwe pensioencontract wordt het voor zelfstandigen wel aantrekkelijker en eenvoudiger gemaakt om zich vrijwillig aan te sluiten bij een pensioenfonds. Maar gezien de geringe belangstelling van zelfstandigen voor de – allang beschikbare – producten in de derde pijler verwacht ik daar eerlijk gezegd niet veel van.

Zo blijft pensioen in Nederland voorlopig iets van twee uitersten: helemaal verplicht óf helemaal vrij. Volledige vrijheid en pensioen is een ongelukkig huwelijk: we weten dat mensen meer belang hechten aan het heden dan aan de (verre) toekomst en geneigd zijn om beslissingen die complex én belangrijk zijn voor zich uit te schuiven. Daarom is sturing broodnodig. Voor inspiratie kunnen we een kijkje nemen in Californië. Daar maken ze korte metten met individueel uitstelgedrag. Werkgevers in de Amerikaanse staat die zelf geen pensioen-



LEONTINE TREUR

Econoom bij de Rabobank

regeling aanbieden, worden verplicht hun werknemers aan te melden bij de CalSavers-pensioenregeling en een percentage van het brutosalaris in te houden en te storten in een individueel pensioenpotje. Een werknemer kan zelf de inleg aanpassen of stopzetten, maar moet daarvoor wel in actie komen. Uiteraard is de sociale zekerheid in Californië niet vergelijkbaar met die in Nederland, maar het principe van *auto-enrollment* met *opt-out* kan ook hier helpen om de groep werkenden zonder pensioenopbouw te verkleinen.

De tweede blinde vlek is die van deelnemers zelf. Veel werknemers gaan er nog altijd van uit dat hun inkomen na pensi-

oning zo'n zeventig tot tachtig procent van hun eerder verdiende salaris is. Dat is lang niet altijd het geval: de verschillen tussen pensioenregelingen zijn groot. Sommige pensioenregelingen zijn zelfs zó karig dat mensen ten onrechte kunnen denken dat 'het wel goed geregeld is'. Beter inzicht in de kwaliteit van de regeling is essentieel, bijvoorbeeld bij *life events*, zoals baanwissel of bij de keuze minder te werken zodra er kinderen komen. De pensioenplanners van pensioenfonds worden weliswaar steeds gebruiksvriendelijker, maar het initiatief om die te gebruiken ligt bij de deelnemer. De vraag is of dat voldoende is, want bij veel jonge werkenden heeft het pensioen nu eenmaal niet de eerste prioriteit.

Voor inspiratie hadden de onderhandelaars niet eens naar het buitenland hoeven, maar hadden ze kunnen buurten bij Sociale Zaken. Op dat ministerie is met de Wet arbeidsmarkt in balans bedacht dat bepaalde vormen van flexwerk duidelijk op de arbeidsovereenkomst en/of de loonstrook moeten worden vermeld. Werknemers hoeven de informatie dus niet op te zoeken, maar krijgen het gewoon aangereikt. Als die loonstroken tóch op de schop gaan, dan hadden de pensioenonderhandelaars best kunnen afspreken om bij de invoering van het nieuwe pensioencontract óók de pensioenpremie die de werkgever betaalt te vermelden op de loonstrook. Pensioenregelingen worden dan ook beter vergelijkbaar tussen werkgevers.

Vooruit, het pensioenakkoord is in feite een raamwerk, waarin veel details nog moeten worden uitgewerkt. Hopelijk worden dan ook deze blinde vlekken weggepoetst. Pas dan kan wat mij betreft de kurk van de fles.

Literatuur

CBS (2018) Witte vlek op pensioengebied 2016, 9 november. Te vinden op www.cbs.nl.

Risico's toedelen

Pensioenbeleggingen kunnen meevallen, maar ook tegenvallen. Hoe verdeel je die mee- en tegenvallers op een eerlijke manier die ook nog eens uit te leggen is?

Pensioendeelnemers profiteren van maatwerk in risicotoedeling

Maatwerk in het toedelen van beleggingsrisico's leidt tot een efficiëntere allocatie van risico's en resulteert in welvaarts-winsten voor alle deelnemers in een pensioenfonds. Om deze voordelen te verzilveren is een goede vormgeving van maatwerk in risicotoedeling cruciaal.

IN HET KORT

- Welvaartswinsten van maatwerk zijn in alle contracten te behalen.
- Voor de uitwerking van maatwerk dient rekening gehouden te worden met de regels van het onderliggende pensioencontract.
- De toedeling van beleggingsrisico's moet voldoende rekening houden met de risicodraagkracht van deelnemers.

DAMIAAN CHEN

Toezichthouder specialist bij De Nederlandsche Bank (DNB) en postdoctoraal onderzoeker aan de Universiteit van Amsterdam

MAURICE DOLL

Beleidsmedewerker bij DNB

Deelnemers aan een pensioenregeling verschillen in de mate waarin zij beleggingsrisico's kunnen dragen. Jongere deelnemers zijn doorgaans beter in staat om deze risico's te dragen dan oudere deelnemers, omdat zij nog relatief weinig pensioen hebben opgebouwd en nog veel toekomstig arbeidsinkomen tegemoet kunnen zien waaruit zij pensioen opbouwen. Ook hebben zij meer mogelijkheden om financiële mee- en tegenvallers op te vangen door meer of minder te werken (Bodie et al., 1992) of door hun besparingen aan te passen (Gomes et al., 2008). De theorie over het beleggen over de levenscyclus bevestigt dat het optimaal is het opgebouwde pensioen van jongere deelnemers sterker bloot te stellen aan beleggingsrisico's dan het opgebouwde pensioen van oudere deelnemers.

In het huidige pensioenstelsel voeren pensioenfondsen een uniform beleggingsbeleid, dat voor jong en oud hetzelfde is. Maatwerk in het toedelen van risico's – zodat de beleggingsrisico's waaraan deelnemers blootstaan, worden afgebouwd naarmate hun pensioenleeftijd nadert – biedt derhalve toegevoegde waarde voor deelnemers. Ook het kabinet en de sociale partners onderkennen in het pensioenakkoord het belang van dergelijk maatwerk. Met een beleggingsbeleid op maat kan voorkomen worden dat “er te veel risico wordt genomen voor ouderen met het oog op de stabiliteit van de uitkering, maar ook dat er te weinig risico's worden genomen voor jongeren voor het bereiken van een goed pensioen” (Tweede Kamer, 2019).

Welvaartswinsten van maatwerk

Maatwerk in het toedelen van beleggingsrisico's in alle typen pensioencontracten kan tot aanzienlijke welvaartswinsten voor deelnemers leiden (Chen et al., 2019). In dit onderzoek zijn in drie pensioencontracten de welvaartswinsten van verschillende varianten van maatwerk in risicotoedeling binnen het betreffende contract onderzocht. Het gaat om het huidige pensioencontract, het beoogde nieuwe pensioencontract en een contract met een persoonlijk pensioenvermogen waarin het beleggingsbeleid collectief wordt uitgevoerd. De studie is nadrukkelijk geen contractvergelijking. In kader 1 lichten we deze drie maatwerkvarianten toe.

Welvaart wordt in dit onderzoek gemeten in termen van zekerheidsequivalente reële consumptie tijdens pensioenering, waarbij een verandering in die zekerheidsequivalente reële consumptie het welvaartseffect weergeeft. Dit is een veelgebruikte methode in de literatuur om welvaartseffecten te kwantificeren. Het welvaartseffect in Chen et al. (2019) meet ten opzichte van een benchmark hoeveel extra geïndexeerd zeker aanvullend pensioen een deelnemer verkrijgt als er maatwerk in risicotoedeling aan een pensioencontract wordt toegevoegd. In deze benchmark worden aanpassingen als gevolg van financiële mee- en tegenvallers uniform in het opgebouwde pensioen verwerkt. Hierbij wordt overigens rekening gehouden met de impliciete leeftijdsdifferentiatie die, bijvoorbeeld vanwege hersteltermijnen, in het huidige en beoogde nieuwe pensioencontract reeds aanwezig is. Het welvaartseffect toont derhalve de toegevoegde waarde van expliciete differentiatie in het toedelen van beleggingsrisico's *bovenop* de eventueel reeds impliciet aanwezige leeftijdsdifferentiatie binnen elk contract.

Tabel 1 toont de welvaartswinsten van maatwerk in risicotoedeling. Deze welvaartswinsten kunnen – afhankelijk van de maatwerkvariant – oplopen tot 0,5 procent in het huidige pensioencontract, meer dan drie procent in het beoogde nieuwe pensioencontract en ruim zes procent in een pensioencontract met persoonlijke pensioenvermogens. De relatief lage welvaartseffecten van maatwerk in risicotoedeling in het huidige pensioencontract hangen voor een belangrijk deel samen met de fiscale grenzen die er gesteld zijn aan de mate waarin pensioenaanspraken en -rechten verhoogd kunnen worden. Financiële meevalers kunnen hierdoor slechts gedeeltelijk aan deelnemers worden toebedeeld, wat een dempend effect heeft op de



welvaartswinsten. Daarnaast speelt, bij zowel het huidige pensioencontract als het beoogde nieuwe pensioencontract, mee dat er vanwege hersteltermijnen reeds sprake is van impliciete leeftijdsdifferentiatie. De meerwaarde van expliciete leeftijdsdifferentiatie is in dat geval beperkter. De in tabel 1 getoonde welvaartswinsten zijn overigens niet zomaar te vergelijken met de welvaartswinsten van intergenerationale risicodeling die het CPB (2018b) eer-

der heeft gepresenteerd of de resultaten van Muns en Werker (2019, in dit nummer). Hieraan liggen onder meer de verschillende wijze van het meten van welvaart, het wel of niet optimaliseren van de bijbehorende beleggingsmix en het wel of niet meenemen van inflatie- en renterisico ten grondslag.

Tabel 1 maakt eveneens inzichtelijk dat er aanzienlijke verschillen zijn in de welvaartseffecten tussen de drie maatwerkvarianten. Een simpele verdeelregel om beleggingsrendementen leeftijdsafhankelijk toe te delen, zoals de 3-2-1-verdeelregel, houdt onvoldoende rekening met verschillen in de risicodraagkracht van deelnemers. Zo blijkt dat deze verdeelregel het opgebouwde pensioen van leeftijdscohorten vlak voor pensionering aan te veel beleggingsrisico's blootstelt, wat in twee van de drie pensioencontracten zelfs tot een welvaartsverlies voor deelnemers leidt.

Bij de maatwerkvariant waarbij optimalisatie van een levenscyclus plaatsvindt, is de toedeling van collectief behaalde rendementen beter afgestemd op de risicodraagkracht van deelnemers. Dit resulteert in aanzienlijke welvaartswinsten. Voor deze berekeningen is uitgegaan van een statische levenscyclus; de mate van leeftijdsdifferentiatie verandert niet over de tijd. De welvaartswinsten voor deelnemers aan maatwerk in risicodeling kunnen verder toenemen wanneer levenscycli dynamisch zijn. De mate van leeftijdsdifferentiatie verandert dan wel over de tijd, zoals het geval is wanneer aanpassingen uniform in het te bereiken pensioen plaatsvinden. Deze verdeelregel voor collectief behaalde rendementen wordt namelijk automa-

Varianten van maatwerk in risicotoedeling

KADER 1

Chen et al. (2019) maken een onderscheid tussen drie verschillende maatwerkvarianten:

1. 3-2-1-verdeelregel

Bij het toedelen van collectief behaalde rendementen wordt een onderscheid gemaakt naar drie leeftijdscohorten. De aanpassing van het opgebouwde pensioenvermogen van deelnemers jonger dan 57 jaar is drie maal zo groot en voor deelnemers van 57 tot 67 jaar twee maal zo groot als de aanpassing van het pensioenvermogen van gepensioneerden (67 jaar en ouder). Deze verdeelregel is eerder toegepast in CPB (2018a).

2. Uniforme aanpassing in te bereiken pensioen

Collectief behaalde rendementen worden zodanig toebedeeld dat het effect op het te bereiken pensioen voor alle

deelnemers gelijk is. Dit impliceert dat de aanpassing van het opgebouwde pensioen van jongeren groter is dan de aanpassing van het opgebouwde pensioen van ouderen. Deze verdeelregel is uitgebreider toegelicht in Muns en Werker (2019, in dit nummer).

3. Optimalisatie van een lifecycle

De verdeelregel voor het toedelen van collectief behaalde rendementen wordt geoptimaliseerd over een lifecyclepatroon. Het resultaat is dat voor jongere leeftijdscohorten meer beleggingsrisico wordt genomen met hun opgebouwd pensioen dan voor oudere leeftijdscohorten. De optimale mate van leeftijdsdifferentiatie die wordt verkregen, hangt af van het pensioencontract. Zie Chen et al. (2019) voor een uitgebreidere toelichting.

tisch aangepast na veranderingen in de verhouding tussen het opgebouwde en nog te bereiken pensioen. Wanneer na financiële tegenvallers een neerwaartse aanpassing van het opgebouwde pensioen plaatsvindt, resulteert deze dynamiek in sterkere leeftijdsdifferentiatie en vice versa. Zoals tabel 1 illustreert, resulteert dit in hogere welvaartswinsten.

Aandachtspunten bij uitwerking akkoord

Maatwerk in risicotoedeling leidt dus tot aanzienlijke voordelen voor deelnemers, maar de wijze waarop het maatwerk vormgegeven wordt, is essentieel om deze voordelen te verzilveren. Een zorgvuldige uitwerking van de afspraken in het pensioenakkoord over een 'beleggingsbeleid op maat' is daarom noodzakelijk. Daarbij zijn twee belangrijke aandachtspunten.

Een eerste belangrijk aandachtspunt is de interactie van maatwerk in risicotoedeling met de regels die een pensioencontract kent voor het spreiden van financiële mee- en tegenvallers over de tijd. De hersteltermijnen in een pensioencontract zorgen er namelijk voor dat jongere deelnemers reeds in sterkere mate blootstaan aan beleggingsrisico's dan oudere deelnemers. Deze impliciete leeftijdsdifferentiatie hoeft echter niet te resulteren in de optimale risicoblootstelling van de verschillende deelnemers, zoals ook eerder door de SER (2015) is aangestipt. De resultaten uit Chen et al. (2019) bevestigen dat. Binnen elk contract is het aanbrengen van expliciete differentiatie in het toedelen van beleggingsrisico's van toegevoegde waarde bovenop de reeds aanwezige impliciete leeftijdsdifferentiatie.

Daarnaast is er ook een wisselwerking van maatwerk in risicotoedeling met de zogenaamde *backstops*, waarmee voorkomen wordt dat pensioenfondsen langdurig in tekort verkeren. Er vinden namelijk kortingen plaats als de dekingsgraad onder de kritische dekingsgraad is of langer dan vijf jaar onder het minimaal vereiste vermogen is. De verschillende regels voor korten en indexeren beperken namelijk de welvaartswinsten die met maatwerk in risicotoedeling behaald kunnen worden. Het onderzoek van Chen et al. (2019) onderstreept daarom dat het noodzakelijk is de vormgeving van maatwerk in risicotoedeling nader uit te werken, gegeven de andere afspraken voor het contract in het pensioenakkoord.

Een tweede belangrijk aandachtspunt is dat de wijze waarop beleggingsrisico's aan deelnemers worden toebedeeld daadwerkelijk aan moet sluiten bij de risicodraagkracht van deelnemers. Daarbij is het van belang om naast het aandelenrisico expliciet oog te hebben voor de toedeling van het renterisico. In pensioencontracten waarin het renterisico uniform aan deelnemers wordt toebedeeld, nemen oudere deelnemers namelijk een deel van het renterisico van jongere deelnemers over. Een dergelijke allocatie van het renterisico is suboptimaal. Jongeren hebben namelijk niet alleen meer risicodraagkracht, maar ook de pensioenaanspraken van jongeren zijn gevoeliger voor renteveranderingen, wat een extra reden is om hen aan meer renterisico bloot te stellen dan ouderen. Een efficiëntere toedeling van het renterisico resulteert daarom ook in welvaartswinsten. Tabel 1 laat zien dat de welvaartswinsten van maatwerk in risicotoedeling in het contract met persoonlijke pensioenvermogens namelijk hoger zijn dan in het

De toegevoegde waarde van maatwerk in risicotoedeling per pensioencontract

TABEL 1

	Huidige pensioencontract	Beoogde nieuwe pensioencontract	Persoonlijk pensioenvermogen met collectief beleggingsbeleid
3-2-1-verdeelregel	-0,5%	-1,1%	+0,6%
Optimalisatie van een lifecycle	+0,3%	+2,9%	+4,5%
Uniforme aanpassing in te bereiken pensioen	+0,4%	+3,1%	+6,1%

Noot: Zie Chen et al. (2019) voor een toelichting op de gehanteerde methode, een beschrijving van de pensioencontracten en de verschillende maatwerkvarianten. Welvaart is uitgedrukt in termen van zekerheidsequivalente reële consumptie met constante relatieve risicoaversie van 5.

Bron: Chen et al. (2019) | ESB

beoogde nieuwe pensioencontract, doordat deelnemers blootstaan aan het renterisico dat hoort bij het betreffende leeftijdscohort, in plaats van een deel van het collectief gelopen renterisico. Maatwerk in het toedelen van het renterisico kan echter ook in contracten met pensioenaanspraken – zoals het nieuwe beoogde pensioencontract – resulteren in welvaartswinsten. Dit onderstreept het belang om te verkennen hoe maatwerk in risicotoedeling in dat contract zodanig vormgegeven kan worden dat ook het renterisico efficiënt gealloceerd wordt.

Literatuur

- 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(3-4), 427-449.
- Chen, D., M. Doll en A. van Ool (2019) De toegevoegde waarde van maatwerk in risicotoedeling binnen pensioenfondsen. DNB Occasional Study, 17-2.
- CPB (2018a) Effecten van afschaffing van de doorsneesystematiek en de gelijktijdige overgang naar een nieuw pensioencontract. CPB Notitie, 29 november.
- CPB (2018b) Welvaartswinst van risicotoedeling in een collectief pensioencontract. CPB Notitie, 29 november.
- Gomes, F.J., L.J. Kotlikoff en L.M. Viceira (2008) Optimal life-cycle investing with flexible labor supply: a welfare analysis of life-cycle funds. *The American Economic Review*, 98(2), 297-303.
- Muns, S. en B. Werker (2019) Baten van slimme toedeling rendementen hoger dan die van intergenerationele risicodeling. ESB, 104(4777), 423-425.
- SER (2015) Toekomst pensioenstelsel. SER Advies, 15/01.
- Tweede Kamer (2019) Principeakkoord vernieuwing pensioenstelsel. Kamerbrief, 5 juni.

Pensioenfondsbestuurders opereren al jarenlang in een onrustige omgeving. Ze staan bovendien aan de vooravond van nieuwe en grote veranderingen. Wendbaarheid is in deze tijden cruciaal. En daarbij kan één fondseigenschap bijzonder goed helpen: eenvoud. Laat het daar nou bij veel fondsen aan ontbreken. Peter van der Steur, programmamanager nieuw pensioenstelsel bij AZL, vertelt hoe daar iets aan te doen is.

Waarom is eenvoud zo belangrijk?

“Pensioenfondsbestuurders werken in een complexe omgeving en vaak is ook de eigen fondsorganisatie complex. En dan is er in veel gevallen nog een ingewikkelde pensioenregeling. Die stapeling van complexiteit vergroot de uitvoeringsrisico's, terwijl bestuurders geacht worden deze risico's zo klein mogelijk te houden. Complexiteit verhoogt de kans op fouten, zorgt voor hogere uitvoeringskosten, verspilt tijd van bestuurders en maakt pensioenregelingen moeilijk uitlegbaar. Bovendien verzwakt complexiteit het verandervermogen van een fonds, een risico waar ook toezichthouder DNB nadrukkelijk op wijst. Zeker nu, met een grote hervorming van het stelsel aanstaande, is het daarom van belang te werken aan complexiteitsreductie.”

Hoe doe je dat?

“Je moet er als bestuur strategie en beleid op voeren. Als eenvoud de vastgestelde norm wordt, kun je niet alleen jezelf scherp houden, maar ook partijen waaraan je zaken hebt uitbesteed én sociale partners. Want die gaan uiteindelijk over de regeling. Als bestuurder moet je dus met sociale partners in gesprek over complexiteit, en hen helpen met voorstellen voor vereenvoudiging.”

Waar begin je?

“Breng de mate van complexiteit in kaart. Bij AZL hebben we daarvoor een quick scan ontwikkeld. Daarmee krijgen bestuurders snel en goed inzicht in de mate van complexiteit van hun fonds. Met dat inzicht en na instemming van sociale partners kan het fonds vervolgens met AZL aan de slag met het doorvoeren van vereenvoudigingen. Dat doen we dus samen. En wanneer we dat voor meerdere fondsen tijdig doen, kunnen we de transitie naar een nieuw stelsel voor die fondsen straks sneller en goedkoper uitvoeren. Een fonds dat op tijd klaar wil zijn, begint dus vandaag nog met de vereenvoudiging.”

Eenvoud loont



“Als eenvoud de vastgestelde norm wordt, kun je niet alleen jezelf scherp houden, maar ook partijen waaraan je zaken hebt uitbesteed én sociale partners.”

Baten van slimme toedeling rendementen hoger dan van intergenerationele risicodeling

Het nut en risico van intergenerationele risicodeling houdt de gemoederen al langer bezig. Zulke risicodeling kent baten, maar kan ook het draagvlak voor het pensioenstelsel ondermijnen. Is het mogelijk om met een slimmere rendementstoedeling dezelfde of zelfs hogere baten te hebben?

IN HET KORT

- Door beleggingsrendementen slimmer toe te delen, ontstaan baten.
- Baten van slimmere toedeling overstijgen die van intergenerationele risicodeling.
- Het toevoegen van intergenerationele risicodeling aan de slimmere toedeling zorgt voor nog iets hogere baten.

SANDER MUNS

Onderzoeker aan
Tilburg University

BAS WERKER

Hoogleraar aan
Tilburg University

In de pensioendiscussie speelt risicodeling een belangrijke rol (Bovenberg en Teulings, 2019). Risicodeling leidt tot baten (welvaartswinst) door het voorkomen van pech- en gelukgeneraties (SER, 2019; SZW, 2019), en kan in twee vormen: met bestaande generaties door een slimme toedeling van collectief behaalde rendementen aan bestaande deelnemers, en met toekomstige deelnemers door overschotten of tekorten door te schuiven naar de toekomst (intergenerationele risicodeling).

We stellen een concrete vorm van risicodeling met bestaande generaties voor op basis van het principe dat financiële rendementen (positief en negatief) gelijkelijk in de uiteindelijke pensioenuitkeringen van alle deelnemers terecht moeten komen. Dit is een fundamenteel ander uitgangspunt dan de uniforme indexatie (een gelijkelijk effect op bestaande pensioenopbouw) die de basis vormt van de huidige uitkeringsovereenkomsten. Onze contractinvulling is te zien als een doorontwikkeling binnen de Wet verbeterde premieregeling (het Wvp-contract).

Onze gestileerde berekeningen laten zien dat onze contractinvulling tot hogere pensioenen leidt dan het door de Sociaal-Economische Raad (SER) voorgestelde nieuwe contract. We gebruiken daarbij dezelfde welvaartsdefinitie als het Centraal Planbureau (2019), door te kijken naar zowel de hoogte als het risico in pensioenuitkeringen.

Risicodeling tussen bestaande deelnemers

De bestaande praktijk van leeftijdsafhankelijke indexatie leidt tot gelijke aanpassingen van de *opbouw* van deelnemers in een fonds. Dit veroorzaakt pech- en gelukgeneraties. Een voorbeeld verheldert dit. Bij een fondsrendement van één procent wordt het te ontvangen pensioen van iemand vlak voor de pensioendatum met één procent verhoogd. Het pensioen van een deelnemer 'halverwege' de pensioendatum, dus een deelnemer voor wie het reeds opgebouwde pensioen gelijk is aan het naar verwachting nog op te bouwen pensioen, wordt echter met slechts 0,5 procent verhoogd; de verhoging heeft immers geen effect op de toekomstige opbouw. Afhankelijk van je geboorteejaar heeft een schok daarmee een groter of kleiner effect op je *uiteindelijke* pensioen.

Om te zorgen dat de schok een gelijk effect heeft op de uiteindelijke pensioenuitkering, is het nodig dat de doorwerking in de bestaande opbouw voor deelnemers halverwege de arbeidscarrière tweemaal zo groot is als die voor deelnemers aan het eind van hun loopbaan. Voor deelnemers die slechts een kwart van hun pensioen hebben opgebouwd, zou de doorwerking viermaal zo groot moeten zijn. Alleen op deze wijze, met een systeem van leeftijdsafhankelijke indexaties, verandert het bereikbare pensioen met exact hetzelfde percentage. Voor gepensioneerde deelnemers blijft dit percentage gewoon de verandering in de hoogte van de maandelijkse pensioenuitkering.

Bovenstaande wijze van toedeling van rendementen leidt tot stabielere pensioenen dan alternatieve toedelingen. Daarmee is ook de welvaartswinst groter.

Risicodeling met toekomstige deelnemers

Risico's kunnen niet alleen met bestaande, maar ook met toekomstige deelnemers gedeeld worden (intergenerationele risicodeling). Hiermee wordt het moment van toetreden tot de pensioenregeling minder relevant voor de uiteindelijke pensioenuitkeringen – en dat levert welvaartswinst op (SER, 2019). Dat gaat echter gepaard met een discontinuïteitsrisico, want het doorschuiven van grote risico's ondermijnt in potentie het stelsel. Bij een zinvolle vormgeving van intergenerationele risicodeling hoort een begrenzing van dat risico. Hier wordt in de kabinetsbrief een heldere keuze gemaakt (SZW, 2019): "Om nieuw toetredende deelnemers te beschermen en om het persoonlijke karakter

Online is een
technische bijlage
beschikbaar

te borgen wordt vastgelegd dat de dekkingsgraad niet lager mag worden dan 90% (...). Op deze manier kan er in financieel zware tijden niet meer dan 10% van de premies worden gebruikt om ontstane tekorten te dichten.”

Het kabinet overweegt om intergenerationale risicodeling ook aan het Wvp-contract toe te voegen door te werken met een solidariteitsvermogen gevuld uit (een deel van) de premie-inleg (SZW, 2019). Wij doen hiervoor een concreet voorstel. Om een gelijk speelveld te creëren tussen het nieuwe SER-contract en het Wvp-contract nemen we aan dat maximaal tien procent van de premie-inleg beschikbaar is voor dit solidariteitsvermogen. Er ontstaat dan welvaartswinst door intergenerationale risicodeling indien er na slechte rendementen effectief sprake is van een premiebelasting (van maximaal tien procent van de premie) en na goede rendementen een premiesubsidie. Dit is, bijvoorbeeld, te bereiken door elk jaar een vast deel van het solidariteitsvermogen uit te delen aan deelnemers in de opbouwfase. Na goede rendementen (en dus een groot

solidariteitsvermogen) betekent dit netto een premiesubsidie. Na slechte rendementen zal de toedeling uit het solidariteitsvermogen minder zijn dan tien procent van de premie-inleg en resteert netto een premiebelasting.

Contractvergelijking

Tabel 1 vergelijkt de welvaartseffecten van zes contracten. De eerste drie zijn gebaseerd op het nieuwe contract dat door de SER is voorgesteld en tonen de gevolgen van verschillende keuzes in het uitsmeren van mee- en tegenvallers met toekomstige deelnemers (intergenerationale risicodeling). De laatste drie contracten zijn gebaseerd op de Wvp en tonen de gevolgen van verschillende keuzes in de manier van toedeling van rendement en intergenerationale risicodeling. De welvaartseffecten zijn uitgedrukt in termen van de vervangingsratio – de verhouding tussen de pensioensuitkering en het gemiddelde loon – gecorrigeerd voor risico. We tonen in tabel 1 de vervangingsratio die op lange termijn geldt voor generaties die nog niet aan het stelsel deelnemen. Figuur 1 kijkt ook naar bestaande generaties.

De vervangingsratio in *steady state* ligt in alle contracten hoger dan de vervangingsratio van de oudste generaties (figuur 1). Dit komt doordat we alleen naar de toekomstige opbouw kijken, waardoor de resterende beleggingshorizon van de oudste generaties korter is. Transitie-effecten laten we in dit artikel buiten beschouwing.

Contract zonder enige risicodeling (1) en (4)

Om de welvaartseffecten van risicodeling inzichtelijk te maken, tonen we eerst contracten zonder enige risicodeling. Dit is een invulling van het nieuwe SER-contract waarin schokken in de dekkingsgraad zonder enige vorm van spreiding direct worden toebedeeld aan de deelnemers (1). Binnen Wvp wordt dit bereikt door uniforme risicotoedeling van rendementen naar pensioenopbouw (4). Deze contracten leveren identieke uitkeringen op, zoals blijkt uit tabel 1. De vervangingsratio's verschillen namelijk niet tussen beide contracten.

Risicodeling in het nieuwe SER-contract (2) en (3)

Aan het SER-contract voegen we vervolgens intergenerationale risicodeling toe door afwijkingen van de dekkingsgraad van honderd procent toe te staan en schokken over tien jaar te spreiden (2). Daardoor worden bij contract (2) toekomstige deelnemers betrokken. Concreet betekent dit dat bijvoorbeeld bij een dekkingsgraad van 104 procent alle aanspraken worden verhoogd met $(104\% - 100\%) / 10 = 0,4\%$. Deze aanpassing is leeftijdsonafhankelijk, zie ook Bovenberg en Nijman (2019, in dit nummer). Om de maximale belasting op nieuwe premie-inleg te beperken, wordt een ondergrens voor de dekkingsgraad gehanteerd: bij dekkingsgraden onder de negentig procent wordt geen spreiding toegepast en worden aanspraken direct verlaagd, zodat de dekkingsgraad terugkeert naar negentig procent.

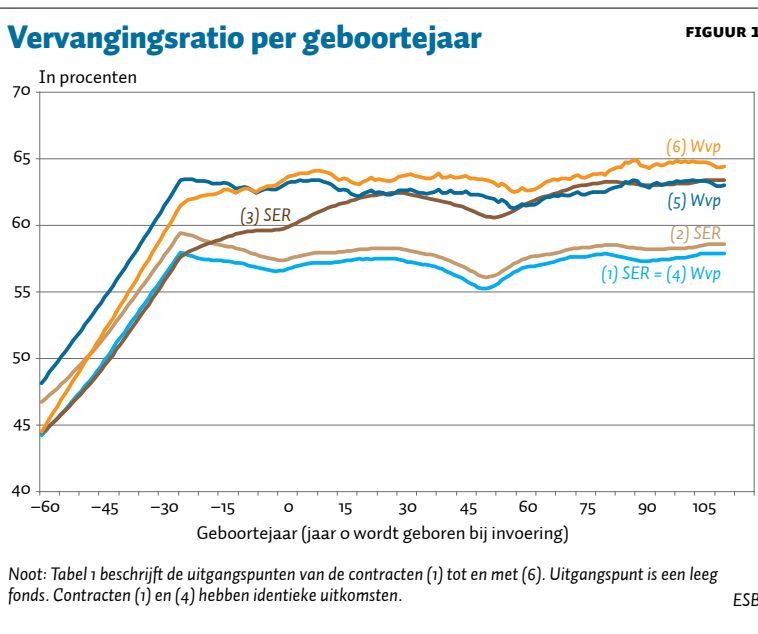
De dekkingsgraad kan in dit contract dus nooit minder dan negentig procent zijn. Dit garandeert dat van elke premie-inleg nooit meer dan tien procent gebruikt wordt voor intergenerationale risicodeling. Zoals uit tabel 1

Welvaartseffecten van verschillende vormen van risicodeling TABEL 1

Contract	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Het nieuwe SER-contract			Doortwikkeling Wvp-contract		
Ondergrens dekkingsgraad	100%	90%	90%	-	-	-
Bovengrens dekkingsgraad	100%	110%	∞	-	-	-
Gelijke toedeling naar	bestaande opbouw				bereikbaar pensioen	
Maximale premiebelasting voor intergenerationale risicodeling	0%	10%	10%	0%	0%	10%
Vervangingsratio steady state	57,7%	58,4%	63,3%	57,7%	63,3%	64,8%

Noot: Welvaartseffecten pensioencontracten berekend met 20 procent premie-inleg en risicoaversie ($\gamma = 5$). Aangenomen is dat de financiële markt alleen aandelenrisico kent en de collectieve fondsmix in alle gevallen gelijk is aan 50 procent aandelen en 50 procent obligaties. De grenzen aan de dekkingsgraad geven aan wanneer een tekort (ondergrens) of overschot (bovengrens) direct wordt weggewerkt door onmiddellijk te korten of te indexeren. In de technische bijlage (online) is een gedetailleerde beschrijving van de contracten, berekeningen en aannames.

ESB



blijkt, levert dit contract nauwelijks welvaartswinst op (1,2 procent hogere vervangingsratio, kolom (2)).

Het nieuwe SER-contract kent weliswaar een ondergrens bij een dekkingsgraad van 90 procent, maar geen bovengrens van 110 procent. Indien we de bovengrens weglaten, krijgen we het contract in kolom (3) van tabel 1. Dit is vrijwel het door sociale partners voorgestelde contract (SER, 2019), waarin dekkingsgraden onbeperkt hoog kunnen worden. Dit contract leidt tot een welvaartswinst van 8,4 procent ten opzichte van het contract in kolom (2). Het wegvallen van een begrenzing van de dekkingsgraad aan de bovenkant leidt tot de opbouw van grote collectieve vermogens. Het rendement op dit vermogen komt ten goede aan toekomstige generaties en leidt daarmee voor hen tot hogere pensioenuitkeringen.

Hierbij moet echter bedacht worden dat de opbouw van dit vermogen noodzakelijkerwijs ten koste gaat van de pensioenuitkeringen van bestaande generaties. Dat blijkt ook uit de relatief lage vervangingsratio voor de huidige generaties van contract (3) in figuur 1. De winst in de steady state komt dus niet per se voort uit een efficiëntere risicodeling, maar door herverdeling van bestaande generaties naar toekomstige generaties. Het is een politieke keuze of een dergelijke herverdeling wenselijk is.

In het voorgaande gaat het over risicodeling met toekomstige generaties. Risicodeling met bestaande generaties door toepassing van het principe van gelijke toedeling naar bereikbare pensioenen is ook in het nieuwe SER-contract vorm te geven (zie ook Chen en Doll, 2019, in dit nummer). In het SER-advies en de kabinetsbrief wordt al gewezen op de mogelijkheid van leeftijdsafhankelijke toedeling van rendementen. Hierbij is wel een complicerende factor dat in het nieuwe SER-contract de beperking van het discontinuïteitsrisico bij intergenerationele risicodeling (ondergrens dekkingsgraad) en de toedeling van rendementen naar bestaande deelnemers met elkaar samenhangen door de hoogte van de dekkingsgraad.

Risicodeling in het Wvp-contract (5) en (6)

Door in het Wvp-contract te werken met gelijke toedeling van rendementen naar *bereikbare* pensioenen, dus leeftijdsafhankelijke toedeling naar opgebouwde pensioenen (5), ontstaat op de lange termijn een forse welvaartswinst van 9,7 procent (63,3 procent ten opzichte van 57,7 procent, (5)). Dit contract kent geen enkele vorm van intergenerationele risicodeling. De gehele welvaartswinst komt voort uit het principe van gelijke toedeling van rendementen naar uiteindelijke pensioenen. Ook de oudste generaties profiteren hiervan (figuur 1).

Additioneel is binnen het Wvp-contract intergenerationele risicodeling mogelijk (6). Van elke premie-inleg wordt dan tien procent toegevoegd aan het solidariteitsvermogen. Ieder jaar wordt daarnaast 1/15e deel van dit solidariteitsvermogen uniform uitgedeeld. De factor 1/15 is zodanig bepaald dat het totale fondsvermogen in de mediane steady state gelijk is aan dat in het nieuwe SER-contract. Dit leidt tot een extra welvaartswinst voor toekomstige generaties ter grootte van 2,4 procent (64,8 procent ten opzichte van 63,3 procent, (6)). Zoals eerder aangegeven gaat deze winst echter deels ten koste van het

pensioen van huidige generaties. Zo daalt bijvoorbeeld het pensioenresultaat voor de vijftigjarige ten opzichte van (5). Maar dit is nog altijd vier procent hoger dan in het SER-contract (3).

Afsluitend

Het realiseren van het pensioenakkoord is een grote stap richting herziening van onze pensioenen. Tegelijkertijd wordt alom erkend dat er nog veel uitwerkingsvragen liggen. In deze bijdrage hebben we twee van deze vragen nader bekeken: de vormgeving van risicodeling tussen bestaande deelnemers, en van die met toekomstige deelnemers.

We stellen een slimmere toedeling van rendementen naar pensioenopbouw voor die een identiek effect heeft op het bereikbare (of ingegane) pensioen van alle deelnemers. We maken dit concreet binnen een Wvp-contract en laten zien dat deze toedeling tot forse welvaartswinst leidt. Tevens laten we zien hoe door middel van een uit de premie-inleg gevuld solidariteitsvermogen intergenerationele risicodeling aan het Wvp-contract is toe te voegen. Ook dat leidt tot welvaartswinst, maar in mindere mate.

Literatuur

- Bovenberg, L. en T. Nijman (2019) Eerder indexeren is mogelijk maar misschien niet wenselijk. *ESB*, 104(4777), 434–437.
- Bovenberg, L. en C. Teulings (2019) Waarover wij het eens en oneens zijn in de pensioendiscussie. *ESB*, 104(4771), 126–129.
- Chen, D. en M. Doll (2019) Pensioendeelnemers profiteren van maatwerk in risicotoedeling. *ESB*, 104(4777), 423–425.
- CPB (2019) *Effecten van de overgang op nieuwe pensioenregels*. CPB Notitie, 5 juni.
- SER (2019) *Naar een nieuw pensioenstelsel*. SER Advies 19/05.
- SZW (2019) *Principeakkoord vernieuwing pensioenstelsel*. Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, Kamerbrief, 5 juni.



‘We staan al met 1 been in de nieuwe pensioenwereld’

Tom van der Spek, directievoorzitter Achmea Pensioenservices

Aandacht voor morgen

Het Pensioenakkoord is veelomvattend en gaat over het hele inkomen na pensionering, inclusief AOW. De afgelopen jaren hebben wij al ervaren wat de impact is van een aantal elementen uit het Pensioenakkoord. Met name op uitvoeringsprocessen en op communicatie moet dit niet worden onderschat. Daardoor staan we al met één been in de nieuwe pensioenwereld. Samen optrekken is nu belangrijker dan ooit. Alleen zo kunnen we de nieuwe wereld vormgeven met als doel een robuust, toekomstbestendig en uitvoerbaar pensioenstelsel.

Wilt u meer weten over het Pensioenakkoord? Kijk op:

www.achmeapensioenservices.nl/diensten/pensioenakkoord

Eerlijke risicodeling vraagt om leeftijdsafhankelijke pensioenaanpassingen

In het pensioenakkoord is er afgesproken dat in het nieuwe contract de toegezegde pensioenuitkering afhankelijk wordt van de financiële positie van het pensioenfonds. De 'harde' pensioen-toezegging maakt plaats voor een 'zachte'. Wat zijn de gevolgen hiervan voor de rol van de rekenrente en voor de verdeling van risico's tussen generaties?

IN HET KORT

- In de nieuwe contracten met onzekere toezegging krijgt de rekenrente een conceptueel andere rol dan in de huidige contracten.
- De rekenrente en aanpassingsregel bepalen dan gezamenlijk hoe rendement en risico over de generaties worden verdeeld.
- Voor een eerlijke risicodeling zouden kortingen en indexaties afhankelijk moeten zijn van de leeftijd van de deelnemer.

ILJA BOELAARS

Promovendus aan de University of Chicago

In het huidige pensioencontract wordt er zekerheid beloofd, terwijl dit in de realiteit niet wordt waargemaakt. Kabinet en sociale partners willen aan deze discrepantie een einde maken, en hebben daarom in het pensioenakkoord besloten dat de uitkeringsovereenkomst moet verdwijnen. In de plaats daarvan komt er een keuze uit twee alternatieven: het 'persoonlijk pensioenvermogen met collectieve uitkeringsfase' en 'het nieuwe contract'.

Beide contracten worden aangeduid als collectieve premieovereenkomsten. Er wordt aan deelnemers, net als nu, een toekomstige pensioenuitkering toegezegd. Het verschil is dat er geen vast bedrag meer wordt toegezegd, maar een uitkering die expliciet afhangt van de ontwikkeling in de dekkingsgraad van het pensioenfonds en die dus onzeker is.

In de nieuwe contracten behoudt de rekenrente zijn belangrijke rol bij de verdeling van het collectieve pensioenvermogen over generaties – zij het dat die rol in het contract met persoonlijke vermogens wel kleiner wordt, omdat hierin werknemers tot de pensioendatum nog vermogen opbouwen op een persoonlijke rekening. Maar de rol van de rekenrente verandert wel.

Nieuwe rol voor rekenrente

Op dit moment is de pensioentoezegging simpel: een bedrag in euro's. De rekenrente vertelt ons vervolgens wat

de huidige marktwaarde van die toezegging is. Zo kan worden beoordeeld of het vermogen van het pensioenfonds toereikend is om de toezegging met de toegezegde zekerheid waar te maken.

In de nieuwe contracten wordt de pensioentoezegging onzeker. De toezegging is dus niet meer één enkel getal, maar een stochast. Deze stochastische toezegging wordt in essentie beschreven door drie zaken. Ten eerste *de toegezegde streefuitkering*. De deelnemers wordt ook in de nieuwe contracten nog steeds een uitkering in euro's voorgehouden, maar omdat dit niet het bedrag is dat zij uiteindelijk zullen krijgen, noemen wij dit voor alle duidelijkheid 'de toegezegde streefuitkering'. Ten tweede *de aanpassingsregel*, die beschrijft hoe de streefuitkering wordt gekort of verhoogd als functie van de dekkingsgraad. Ten derde *de rekenrente*, die gebruikt wordt om de boekwaarde van de streefuitkeringen en daarmee de dekkingsgraad te bepalen.

De rekenrente is via de dekkingsgraad dus (mede) bepalend voor wat er precies is toegezegd. Een onzekere uitkering nieuwe stijl op basis van de risicovrije marktrente is een andere onzekere toezegging dan een onzekere uitkering op basis van, bijvoorbeeld, een vaste rente van twee procent. De rol van de rekenrente in het huidige stelsel – het bepalen van de marktwaarde van hetgeen dat is toegezegd – wordt in het nieuwe stelsel overgenomen door de marktconforme stochastische discontovoet. Deze discontovoet zorgt ervoor dat er bij de waardering van de toezeggingen rekening wordt gehouden met de prijs van risico.

We onderscheiden in de nieuwe situatie dus twee waarderingen. Ten eerste *de boekwaarde*: de streefuitkering constant gemaakt met de rekenrente, zoals gebruikt voor bepaling van de dekkingsgraad. Ten tweede *de marktwaarde*: de toegezegde stochastische uitkering constant gemaakt met de marktconforme stochastische discontovoet.

Naar een nieuw contract zonder herverdeling

In de nieuwe collectieve premieovereenkomsten wordt het vermogen van deelnemers samengevoegd om dit collectief risicovol te beleggen. Vervolgens worden het vermogen en de risico's via de collectieve spelregels, de rekenrente en de aanpassingsregel weer toegedeeld aan alle deelnemers.

Het is niet uitgesloten dat dit samenvoegen en opnieuw toedelen tot een grote ex-ante-herverdeling leidt. De vraag is hoe de combinatie van rekenrente en aanpassingsregel zo gekozen kan worden dat dit niet gebeurt.

Dit artikel is gebaseerd op Boelaars en Broeders (2019)

Voor de eenvoud zullen we een pensioenregeling die geen ex-ante-herverdeling kent, aanduiden als 'fair'.

Een collectieve pensioenregeling is fair als deelnemers een marktconsistent rendement ontvangen op het daadwerkelijke marktrisico dat ze individueel dragen. Een andere manier om hetzelfde te zeggen, is dat het pensioencontract alleen fair is als de bovenstaande boek- en marktwaarde te allen tijde gelijk aan elkaar zijn. Dat blijkt geen triviale opgave. Een simpel voorbeeld.

Voorbeeld van een niet-faire regeling

Stel dat er wordt gekozen voor de risicovrije rente als rekenrente, en dat dit wordt gecombineerd met de volgende eenvoudige aanpassingsregel:

$$\% \Delta b_{t+1} = \frac{A_{t+1}}{\tilde{L}_{t+1}} - 100\% \tag{1}$$

waar $\% \Delta b_{t+1}$ de procentuele verandering in streefuitkering is op tijdstip $t+1$, A_{t+1} de marktwaarde van de bezittingen op tijdstip $t+1$ en \tilde{L}_{t+1} de boekwaarde van de toegezegde

streefuitkeringen op tijdstip $t+1$, net voordat de streefuitkeringen worden aangepast. In woorden: elke keer als de dekkinggraad afwijkt van honderd procent worden alle uitkeringen met een gelijk percentage verhoogd of verlaagd zodat de dekkinggraad weer honderd procent is.

Dit lijkt op het eerste gezicht een faire pensioenregeling. Het pensioenfonds hanteert een marktconforme rente en past de streefuitkeringen voor alle deelnemers met hetzelfde percentage aan. Boelaars en Broeders (2019) laten echter zien dat dit niet het geval is. Er is in deze regeling sprake van een herverdeling van jonge naar oude deelnemers. De oorzaak hiervan is het renterisico.

Laten we ter illustratie kijken naar een wereld waarin het renterisico wordt beschreven door het bekende Vasicek-model (Vasicek, 1977). Het voorbeeld gaat uit van een gemiddeld Nederlands pensioenfonds en een rentevolatiliteit van gemiddeld 1 procentpunt per jaar (tabel 1). Figuur 1 laat zien wat de omvang van de herverdeling is, afhankelijk van de beleggingshorizon van de deelnemer, uitgedrukt in een percentage per jaar van de waarde van de pensioenopbouw.

Als de regeling fair was, dan zou de lijn vlak op nul hebben gelopen. In plaats daarvan zien we dat de deelnemers met een korte horizon (ouderen) een extra rendement ontvangen dat in dit voorbeeld oploopt tot 120 basispunten. Dit terwijl deelnemers met een lange horizon (jongeren) een lager dan marktconform rendement ontvangen. Het omslagpunt ligt bij de gemiddelde horizon van het fonds (in dit voorbeeld twintig jaar).

De economische intuïtie achter deze herverdeling is als volgt. Rentedalingen leiden tot kortingen, en rentestijgingen tot pensioenverhogingen. Tegelijkertijd doen rentedalingen binnen het fonds nog iets anders: bij rentedalingen worden de streefuitkeringen van jongeren relatief meer waard ten opzichte van de aanspraken van ouderen. Bij rentestijgingen geldt precies het omgekeerde.

Er wordt dus gekort als de streefuitkeringen van jongeren relatief veel waard zijn, en er wordt verhoogd als ze relatief weinig waard zijn. Deze asymmetrie zorgt ervoor dat er, in deze simpele regeling, herverdeling is van jong naar oud.

Een faire regeling

De grote vraag is: wanneer is de regeling wel fair? We zouden zowel de rekenrente als de aanpassingsregel kunnen veranderen. In het pensioenakkoord is afgesproken dat er gewerkt zal worden met een risicovrije rente. Dit is een logische keuze (kader 1).

Gegeven het gebruik van de risicovrije rekenrente, resulteert de volgende aanpassingsregel wel in een faire pensioenregeling:

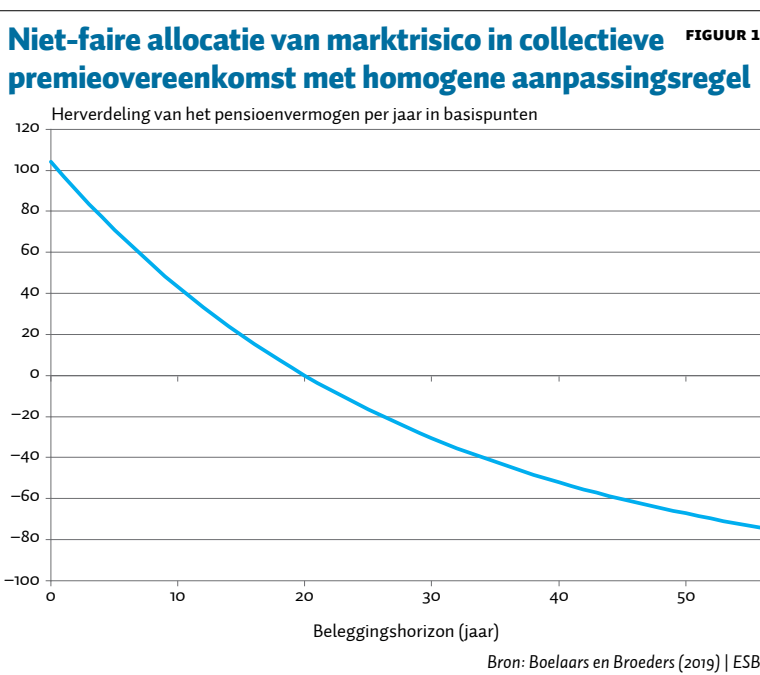
$$\% \Delta b_{\tau,t+1} = \left(\frac{A_{t+1}}{\tilde{L}_{t+1}} - \frac{\tilde{L}_{t+1}}{L_t} \right) \frac{P_{\tau,t}}{P_{\tau,t+1}} \tag{2}$$

De aanpassing van de streefuitkering is nu afhankelijk van τ , de uitkeringsdatum. Er zijn twee belangrijke veranderingen zichtbaar. Ten eerste meten we het dekkingstekort of -overschot niet meer als een ratio van A_{t+1} en \tilde{L}_{t+1} , maar als het verschil tussen beide. Ten tweede is een looptijdsafhankelijke correctieterm toegevoegd: $P_{\tau,t}/P_{\tau,t+1}$, waar $P_{\tau,t}$ staat voor de prijs van een couponloze staatsobligatie met

Kalibratie renterisico in voorbeeld niet faire collectieve premieovereenkomst TABEL 1

Premieovereenkomst	Waarde	Rente	Waarde
Aanpassingsregel	$\% \Delta b_{t+1} = \frac{A_{t+1}}{\tilde{L}_{t+1}} - 100\%$	Volatiliteit korte rente	1% per jaar
Discontocurve	Risicovrije rentetermijnstructuur	Evenwichtsrente	2%
Rentegevoeligheid verplichtingen (duration)	20 jaar	Halfwaardetijd renteschokken	20 jaar
Rentegevoeligheid activa (duration)	10 jaar		

Bron: Boelaars en Broeders (2019) | ESB



looptijd τ . De correctieterm is dus de inverse van het rendement op deze obligatie tussen t en $t+1$.

Deze aanpassingsregel vereist wel een iets uitgebreidere administratie bij pensioenfondsen. De streefuitkering is niet langer één enkel getal per deelnemer, maar varieert met de looptijd. Voor elke deelnemer moet er dus een aparte streefuitkering voor elk uitkeringsjaar worden bijgehouden.

Schokken fair uitsmeren

In het pensioenakkoord is afgesproken dat schokken in de dekkingsgraad mogen worden uitgesmeerd. Zo moet worden voorkomen dat de pensioenuitkeringen al te veel van jaar op jaar fluctueren. We kunnen dit eenvoudig in bovenstaande aanpassingsregel inpassen door een looptijdsafhankelijke 'uitsmeerparameter', α_τ , toe te voegen:

$$\% \Delta b_{\tau,t+1} = \alpha_\tau \left[\left(\frac{A_{t+1}}{A_t} - \frac{\tilde{L}_{t+1}}{L_t} \right) \frac{P_{\tau,t}}{P_{\tau,t+1}} \right] \quad (3)$$

De uitsmeerparameter bepaalt in hoeverre aanspraken met een bepaalde looptijd blootstaan aan het dekkingsgraadrisico van het pensioenfonds. Een keuze van $\alpha_\tau = 1$ voor alle looptijden komt overeen met de voorgaande aanpassingsregel zonder uitsmeren. Beleidsmakers kunnen uitsmeren introduceren door α_τ voor zeer korte looptijden op nul te zetten en vervolgens α_τ geleidelijk te laten oplopen voor langere looptijden.

Zolang α_τ zo wordt gekozen dat de dekkingsgraad elke periode weer volledig terugkeert naar honderd procent, leidt het uitsmeren van schokken op bovenstaande wijze niet tot een ex-ante-herverdeling tussen deelnemers.

Open uitsmeren

Als in bovenstaande aanpassingsregel α_τ zo wordt gekozen dat de dekkingsgraad bij elke jaarlijkse aanpassing van de (streef)uitkeringen helemaal terugkeert naar honderd procent, dan is er sprake van 'gesloten uitsmeren'. Dit betekent dat schokken in de dekkingsgraad alleen impact hebben op de reeds opgebouwde streefuitkeringen.

In het pensioenakkoord is afgesproken dat de sociale partners ook mogen kiezen voor 'open uitsmeren'. Dit betekent dat huidige schokken in de dekkingsgraad ook deels mogen worden opgevangen door streefuitkeringen die nog in de toekomst opgebouwd gaan worden. De gangbare gedachte is om 'open uit te smeren', door toe te laten dat de dekkingsgraad langere tijd mag afwijken van honderd procent. Zodoende dragen toekomstige deelnemers bij aan het herstel van de mee- en tegenvallers uit het verleden (ervan uitgaand dat de premiedekkinggraad altijd honderd procent is). Deze aanpak leidt er echter toe dat het contract niet fair is.

Een oplossing om het contract fair te houden, ook bij het open uitsmeren, is door vast te houden aan de voorwaarde dat de dekkingsgraad elke periode weer terugkeert naar honderd procent, maar dat pensioenfondsen de toekomstige pensioenopbouw en de daarbij behorende toekomstige pensioenpremies expliciet op de balans meenemen. Op die manier kunnen streefuitkeringen die in de toekomst opgebouwd moeten worden, al in het heden worden gekort of verhoogd. Dit heeft hetzelfde effect als het opbouwen van aanspraken in een fonds dat een tekort of overschot heeft,

Rekenrentes en 'invaren' van huidige aanspraken KADER 1

Met de keuze om in de nieuwe contracten onzekere uitkeringen toe te zeggen, valt de eenvoudige logica achter het gebruik van de risicovrije rekenrente weg. Er wordt daarom wel gesuggereerd dat in een contract waarin er 'zachte' uitkeringen worden toegezegd, kan worden gewerkt met een andere rekenrente – en dan met name met een rekenrente die hoger is dan de risicovrije rente. Hier lijkt op het eerste gezicht iets in te zitten. Zo blijkt aanpassingsregel (1) bijvoorbeeld wel fair te zijn in combinatie met een vaste rekenrente.

Het probleem is echter dat, wanneer er wordt gekozen voor het uitsmeren van schokken, alleen de risicovrije rente als optie overblijft. De intuïtieve verklaring is als volgt: uitsmeren impliceert dat de pensioenuitkeringen op korte termijn risicovrij zullen zijn. De enige manier om te zorgen dat de boekwaarde van deze risicovrije uitkeringen gelijk is aan de marktwaarde, is door met de risicovrije rente te werken.

Invaren

Als het al zo zou zijn dat er in een nieuw contract met een andere rekenrente gewerkt zou kunnen worden, dan verandert dit overigens niets aan de waardering van de reeds bestaande 'harde' pensioenaanspraken. De bestaande toezeggingen zijn wat ze zijn, en moeten dus als zodanig worden gewaardeerd.

Uiteraard is het wel denkbaar dat de aanspraken uit het huidige contract worden omgezet naar aanspraken onder het nieuwe contract. Bij dit 'invaren' dienen de huidige rechten echter te worden gewaardeerd tegen de risicovrije rente, en met de over te dragen waarde kunnen dan tegen de nieuwe rekenrente aanspraken nieuwe stijl worden ingekocht.

Dit levert dus geen snelle winst op doordat bestaande aanspraken ineens tegen een hogere rente gewaardeerd kunnen worden. Wel zal er ruimte zijn voor een politieke discussie over de vraag hoe bestaande tekorten dan wel overschotten binnen een pensioenfonds precies toegedeeld moeten worden.

namelijk dat de toekomstige premie bijdraagt aan herstel van huidige mee- en tegenvallers. Verschil is dat het fonds op deze manier gedwongen wordt om preciezer en transparanter vast te leggen hoeveel tekort of overschot er wordt gereserveerd voor de toekomstige deelnemer.

Hoe meer jaren toekomstige premies en opbouw op de balans worden meegenomen, hoe 'opener' het uitsmeermechanisme. Het probleem hierbij is uiteraard wel dat toekomstige premies en pensioenopbouw omgeven zijn met onzekerheid en dus geschat moeten worden. Dat is echter een algemeen probleem met het idee van open uitsmeren.

Conclusie

In de nieuwe contracten met zachte toezeggingen bepaalt de combinatie van de gekozen rekenrente en de aanpassingsregel of er sprake is van herverdeling tussen generaties. Omdat er is gekozen voor het uitsmeren van schokken, is het vanuit het oogpunt van een eerlijke verdeling tussen generaties logisch om de risicovrije rente te gebruiken.

Uit deze analyse blijkt echter dat, gegeven het gebruik van de risicovrije rekenrente, het collectieve contract alleen fair is voor alle generaties als de aanpassingsregel looptijdsafhankelijk is. Dit betekent dus dat in een fair contract de indexaties en kortingen van de streefuitkering voor jong en oud moeten verschillen. Technisch gezien is dit in ieder geval goed mogelijk.

Literatuur

- Boelaars, I. en D. Broeders (2019) *Fair pensions*. De Nederlandsche Bank Working Paper, 630.
 Vasicek, O. (1977) *An equilibrium characterization of the term structure*. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 177–188.

Eerder indexeren is mogelijk maar misschien niet wenselijk

De komende tijd zal het nieuwe pensioencontract uit het pensioenakkoord verder moeten worden uitgewerkt. Een punt van aandacht is hierbij een gelijk speelveld tussen de bestaande Wet verbeterde premieregeling (Wvp) en het nieuwe contract. Zo kan men het mogelijk maken om met een dekkingsgraad lager dan honderd procent toch te indexeren.

IN HET KORT

- Leeftijdsafhankelijke toeslagen zorgen voor extra ruimte om kortingen te voorkomen of te indexeren.
- Indexatie nu leidt tot een grotere kans op kortingen of kleinere toeslagen later.
- Dat eerder indexeren mogelijk is, betekent nog niet dat het ook wenselijk is.

LANS BOVENBERG

Hoogleraar aan
Tilburg University

THEO NIJMAN

Hoogleraar aan
Tilburg University

In het pensioenakkoord wordt pensioenfondsen een keuze geboden tussen een nieuw pensioencontract en de bestaande Wet verbeterde premieregeling (Wvp). In de Wvp is het mogelijk om pensioenen eerder te verhogen of niet te korten, zonder dat dit ten koste gaat van jongeren. Omdat het pensioenakkoord uitgaat van een gelijk speelveld tussen verschillende contracten, ligt het voor de hand deze mogelijkheid uit de Wvp ook in het nieuwe contract in te bouwen. Indexering zonder dat er waarde tussen generaties verschuift, wordt dan mogelijk bij een dekkingsgraad onder de honderd procent. De ruimte om te indexeren of om korten te voorkomen, wordt groter als initiële aanpassingen in uitkeringen leeftijdsafhankelijk mogen zijn. Dat eerder indexeren mogelijk is, wil echter niet zeggen dat het ook wenselijk is.

In deze bijdrage bespreken we eerst de waardering van aanspraken in het nieuwe contract. Deze waardering is nodig om de indexatieruimte - zonder dat sprake is van hervreiding - te kunnen berekenen. Vervolgens gaan we nader in op maximale indexatie en de kritische dekkingsgraden waarbij korting kan worden voorkomen, zowel voor uniforme als voor leeftijdsafhankelijke toeslagen.

De numerieke resultaten zijn illustratief. De gevoeligheid van de uitkomsten voor de precieze modellering dient nog nader onderzocht te worden.

De systematiek van waardering

Waardering van persoonlijke aanspraken is van belang om te kunnen bepalen hoe groot de indexatieruimte is, zonder dat er waarde verschuift tussen generaties. Het is ook vereist voor het actuariel fair vormgeven van keuzeropties en maatwerk, alsmede rapportage over het persoonlijke vermogen om de ontwikkeling daarvan aan de deelnemer te verantwoorden. Bovenberg en Nijman (2019) leiden onder een aantal veronderstellingen een analytische uitdrukking af voor de waarde van een aanspraak. Ze laten zien dat de aanspraken in het nieuwe contract gewaardeerd kunnen worden met een uitdrukking die nauwelijks complexer is dan de gangbare waardering voor een uitkeringsregeling in het Financieel Toetsingskader (FTK).

Als de actuele dekkingsgraad (op basis van de risicovrije discontocurve) gelijk is aan honderd procent, is de waarde gelijk aan de waarde onder het huidige contract waarbij er aanspraken verdisconteerd worden tegen de risicovrije rente. Als de actuele dekkingsgraad lager (hoger) is dan honderd procent, levert deze waardering evenwel een te hoge (lage) waarde van de aanspraak. Als schokken niet worden uitgesmeerd, komt de waardering neer op het vermenigvuldigen van de FTK-waarde van de aanspraak met de dekkingsgraad. Maar als er wel wordt uitgesmeerd, overschat (onderschat) deze methode de waarde van de aanspraken van jongeren als de dekkingsgraad lager (hoger) is dan honderd procent. Door het uitsmeren van schokken absorberen jongeren namelijk een groter deel van de onderen overdekking dan ouderen. Uitsmeren impliceert dus een beleggingsbeleid over de levenscyclus waarbij jongeren meer beleggingsrisico dragen dan ouderen.

Tabel 1 illustreert dat jongeren relatief veel beleggingsrisico dragen. Verondersteld is dat schokken over tien jaar worden uitgesmeerd. Verder heeft de deelnemer een gelijkblijvend jaarlijks inkomen en bouwt hij/zij in 43 jaar een jaarlijks pensioen van 10.000 euro op dat ingaat op 67-jarige leeftijd. Het collectief kent evenveel deelnemers van elke leeftijd met deterministische sterfte op 87 jaar. De tabel laat zien dat de waarde van het pensioenvermogen voor jongeren meer fluctueert met de dekkingsgraad dan dat voor ouderen, en dat jongeren dus relatief veel beleggingsrisico dragen (zie voor een sterk gerelateerd resultaat Werker et al. (2019)).

Het nieuwe contract kent zogenaamde *backstops*. Bij een dekkingsgraad lager dan negentig procent wordt er

Een appendix op
www.netspar.nl
beschrijft de technische
onderbouwing
van dit artikel

gekort, zodat de dekkingsgraad weer negentig procent wordt. Dit zorgt ervoor dat maximaal tien procent van de premie naar andere deelnemers gaat. In de waardering is verondersteld dat er leeftijdsafhankelijk wordt gekort conform de leeftijdsafhankelijke blootstelling aan beleggingsrisico als gevolg van het uitsmeren van schokken.

Indexatie zonder herverdeling in het nieuwe contract

De nieuwe premiereregeling zoals voorgesteld in het pensioenakkoord indexeert (kort) als de dekkingsgraad groter (kleiner) dan honderd procent is. De actuele dekkingsgraden van een aantal grote fondsen liggen onder de honderd procent, en bovendien wordt er overwogen om een deel van het fondsvermogen in te zetten voor compensatie van de afschaffing van de doorsneesystematiek. Dat zorgt voor nóg lagere dekkingsgraden en kan resulteren in kortingen bij de invoering van het nieuwe contract.

Door het naar voren halen van het pensioeninkomen door eerder te indexeren, zou korten kunnen worden voorkomen. Wanneer het pensioeninkomen door indexatie nu toeneemt, betekent dat minder pensioeninkomen later. De verwachting is dan dat de beleggingsresultaten voldoende blijven om in latere jaren toch hetzelfde pensioeninkomen te genieten als in de eerste jaren.

De Wet verbeterde premiereregeling (Wvp) biedt de mogelijkheid eerder te indexeren. In de Wvp zijn daarvoor drie randvoorwaarden. Ten eerste mag de verwachte indexatie niet negatief zijn. Ten tweede is de naar voren gehaalde risicopremie begrensd op 35 procent aandelenrisico, en ten derde wordt er geen waarde verschoven tussen generaties. Om te voorkomen dat fondsen juist vanwege de extra indexatieruimte kiezen voor het Wvp-contract, kan deze mogelijkheid ook geboden worden in het nieuwe contract (Werker et al., 2019).

Er zijn echter ook argumenten om de (maximale) indexatieruimte, die de Wvp al biedt, niet of slechts deels te gebruiken. Indexatie zonder dat dit ten koste gaat van jongeren is een sigaar uit eigen doos, omdat de waarde van de uitkeringsstroom van elke deelnemer niet verandert. De eerste uitkeringen worden hoger, maar door het naar voren halen van pensioeninkomen neemt de kans op korten in de toekomst toe, en de kans dat pensioenen gelijke tred houden met de inflatie neemt af. In termen van welvaart kan indexeren aantrekkelijk zijn, afhankelijk van de subjectieve tijdsvoorkeursvoet. Ook als men verwacht dat de toekomstige beleggingsopbrengsten rooskleurig zijn, kan deze optie meer welvaart genereren.

Beleggingsbeleid

Vanwege de doelstelling van een gelijk speelveld tussen de verschillende premiereregelingen in het pensioenakkoord, onderzoeken we de consequenties hiervan. Daarbij gaan we uit van een beleggingsbeleid met langetermijnrisico allocatie van zeventig procent en uitsmeren over tien jaar (conform Bonekamp et al. (2017)). Voor een evenwichtig samengesteld collectief (evenveel deelnemers van elke leeftijd) correspondeert dit met een collectieve beleggingsmix van 48 procent in zakelijke waarden. Figuur 1 toont de impliciete levenscyclus. Dit beleggingsbeleid sluit gefrogew

aan bij de 35 procent die in de uitkeringsfase maximaal mag worden ingerekend bij het verhogen van de eerste uitkering in de Wvp. De Wvp-regelgeving ten aanzien van de toelaatbare uitkeringsprofielen is niet eenduidig voor het geval van dynamisch beleggen over de levenscyclus (zie Bonekamp et al. 2017). Wij gaan ervan uit dat het maximaal in te rekenen beleggingsrisico overeenkomt met het

De waarde van aanspraken in het nieuwe contract, per dekkingsgraad en leeftijd

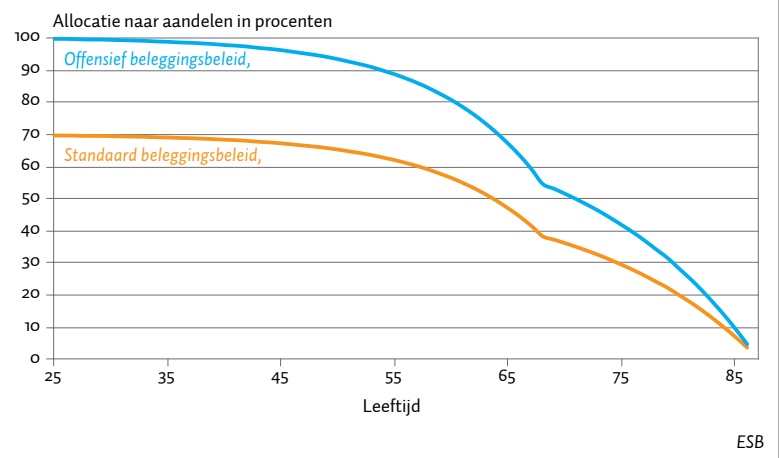
TABEL 1

Dekkingsgraad:	Waarde aanspraken in euro's			Relatief t.o.v. dekkingsgraad van 100%	
	95%	100%	105%	95%	105%
35 jaar	32.893	35.440	37.987	92,8%	107,2%
45 jaar	69.501	74.730	79.959	93,0%	107,0%
55 jaar	113.368	121.185	129.002	93,5%	106,5%
65 jaar	163.442	171.820	180.198	95,1%	104,9%
75 jaar	118.816	122.550	126.284	97,0%	103,0%

ESB

Beleggingsbeleid per leeftijd bij risicoallocatie op de lange termijn

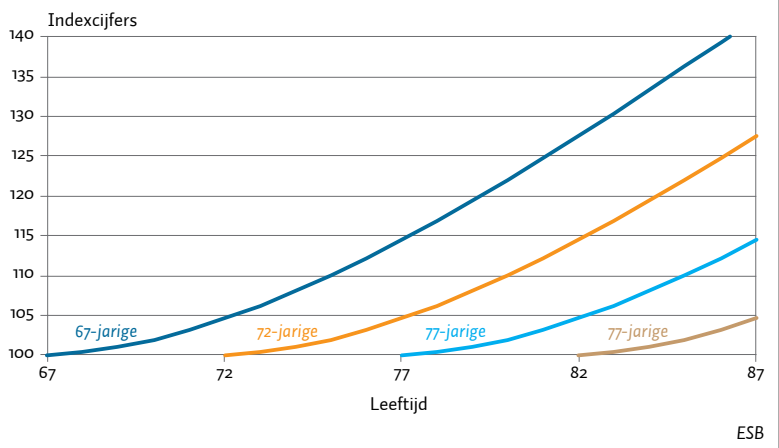
FIGUUR 1



ESB

Verwacht inkomen bij een dekkingsgraad van 98 procent voor een fonds met evenwichtige leeftijdsopbouw

FIGUUR 2



ESB

Kritische dekingsgraad in procenten bij uniforme toeslagen

TABEL 2

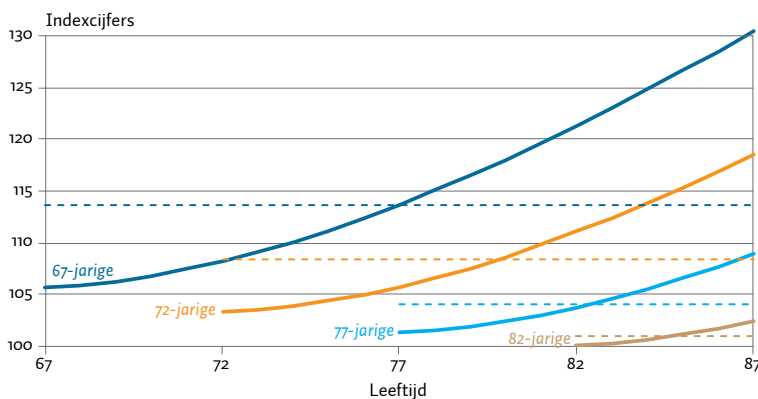
Evenwichtig	97,6%
Groen	97,2%
Grijs	98,2%
Gepensioneerden	98,6%
Actieven	97,0%

ESB

bovengenoemde beleggingsbeleid. Figuur 1 laat ook een offensievere beleggingsportefeuille zien met risicocallocatie op de lange termijn van honderd procent. In dat geval bevat de collectieve beleggingsmix 68 procent zakelijke waarden. We veronderstellen een aandelenrisicopremie van vijf procent.

Verwacht inkomen bij een dekingsgraad van 98 procent voor een fonds met evenwichtige leeftijdsopbouw en leeftijdsafhankelijke toeslagen

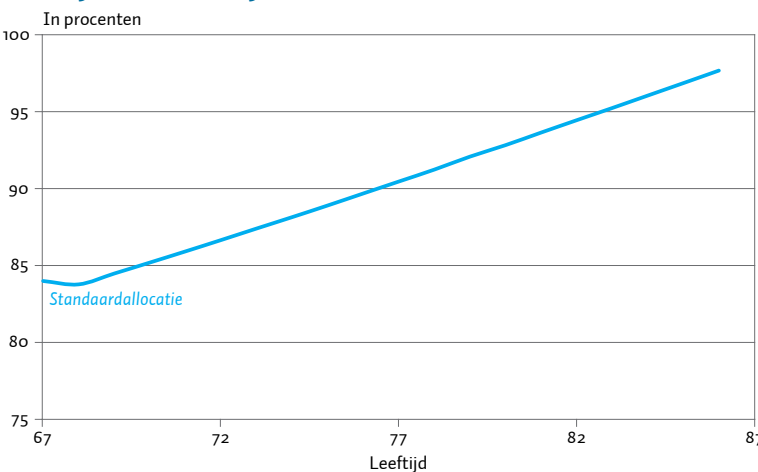
FIGUUR 3



ESB

Kritische dekingsgraden per leeftijd bij leeftijdsafhankelijke indexatie

FIGUUR 4



ESB

Indexatieruimte bij uniforme toeslagen afhankelijk van leeftijdsamenstelling

We veronderstellen eerst dat initiële toeslagen en kortingen niet van de leeftijd mogen afhangen. Figuur 2 toont de verwachte indexatie, waarbij we uitgaan van een evenwichtig opgebouwd fonds, het standaard-beleggingsbeleid en een dekingsgraad van 98 procent. De figuur laat zien dat ook bij deze dekingsgraad de korting kan worden vermeden door de verwachte indexatie als gevolg van de risicopremie naar voren te halen.

Met leeftijdsafhankelijke toeslagen is de ruimte om kortingen te voorkomen (door inkomen naar voren te halen) beperkt omdat de oudste deelnemers weinig risico lopen – en dat ook nog eens gedurende een korte verwachte resterende uitkeringsperiode, zodat de te verwachten risicopremie beperkt is. De kritische dekingsgraad is de dekingsgraad waarbij korten net voorkomen kan worden. Deze hangt af van de leeftijdsamenstelling van het fonds. Hoe lager de gemiddelde leeftijd in het fonds, hoe lager de kritische dekingsgraad. Tabel 2 geeft de kritische dekingsgraad onder een aantal veronderstellingen over de leeftijdsamenstelling. In het grijze fonds zijn er vijf keer zoveel gepensioneerden als actieven, in het groene fonds is dat omgekeerd. De andere twee fondsen kennen alleen actieven of gepensioneerden.

Leeftijdsafhankelijke toeslagen maken indexatie eerder mogelijk

De ruimte om te indexeren en om korten te voorkomen is groter als de initiële toeslagen leeftijdsafhankelijk mogen zijn. De jongere groep gepensioneerden loopt meer beleggingsrisico dan de oudere groep gepensioneerden en dat ook nog over een langere periode. Zonder het naar voren halen van pensioeninkomen zal hun (nominale) uitkering in verwachting aanzienlijk stijgen. Dat maakt het mogelijk om meer inkomen naar voren te halen zonder dat de uitkering in verwachting daalt. Op die manier kan nu meer worden geïndexeerd en kan bij lage dekingsgraden voor jongere gepensioneerden worden voorkomen dat er moet worden gekort.

Maar dat vraagt wel dat uitkeringen leeftijdsafhankelijk worden geïndexeerd – tenminste als men vasthoudt aan de randvoorwaarde dat er geen intergenerationele herverdeling mag plaatsvinden bij het herrekenen van uitkeringen. Leeftijdsafhankelijk indexeren zonder herverdeling kan al door collectieve waardeoverdracht naar het Wvp-contract dat in het pensioenakkoord genoemd wordt. Bij de inkoop in het collectief is de verandering in de aanspraak dan leeftijdsafhankelijk. Een andere mogelijkheid is om binnen het nieuwe contract de aanspraken leeftijdsafhankelijk te herrekenen.

Figuur 3 is gebaseerd op dezelfde veronderstellingen als figuur 2, maar hanteert leeftijdsafhankelijke toeslagen. De doorlopende lijnen in figuur 3 betreffen de situatie waarin maar een deel van de verwachte risicopremie (het deel corresponderend met een allocatie van het lange-termijnrisico van 35 procent) wordt gebruikt om onderdekking te compenseren. Bij de dekingsgraad van 98 procent is er dan naast uitzicht op indexatie ook een directe indexatie, uitgezonderd voor de alleroudsten. Voor een



67-jarige bijvoorbeeld gaat het om een toeslag van 5,7 procent. Voor oudere deelnemers is de toeslag kleiner, zo is voor een 72-jarige de toeslag 3,3 procent.

Ten opzichte van het inkomensprofiel in figuur 2 wordt er meer verwacht inkomen genoten in de eerste jaren, en minder in de latere pensioenjaren. De stippellijnen in figuur 3 laten voor vier leeftijden ook zien wat de maximale eerste uitkering is volgens de Wvp-regels. Deze correspondeert met een in verwachting constante uitkering in nominale termen die door de te verwachten inflatie in koopkracht daalt. Voor de 67-jarige is bij een dekkingsgraad van 98 procent de maximale eerste uitkering 13,7 procent hoger dan de aanspraak.

Analoog aan tabel 2 kan er voor het geval waarin leeftijdsafhankelijke toeslagen worden gehanteerd ook een kritische dekkingsgraad worden bepaald, waarbij kortingen net kunnen worden voorkomen. De kritische dekkingsgraden voor een evenwichtig fonds zijn te vinden in figuur 4, waarbij ze leeftijdsafhankelijk zijn. Voor de alleroudsten is de kritische dekkingsgraad gelijk aan die voor uniforme toeslagen.

Mits de initiële dekkingsgraad boven de (leeftijdsafhankelijke) kritische dekkingsgraad ligt, kan de indexatie naar keuze worden vormgegeven als een eenmalige verhoging, dan wel als een jaarlijks verwachte indexatie of een combinatie van beide (figuur 3).

Tot slot

Indien een gelijk speelveld wordt gecreëerd met Wvp-regelingen, ontstaat er ruimte voor indexatie in het nieuwe pensioencontract, zelfs bij dekkingsgraden van minder dan honderd procent. We hebben laten zien hoe de ruimte voor indexatie afhangt van de vraag in hoeverre aanpassingen leeftijdsafhankelijk mogen zijn. Andere belangrijke vragen zijn hoeveel beleggingsrisico men bereid is te nemen, hoe men toekomstige beleggingsrendementen inschat en hoe men inkomen het liefst over de tijd wil verdelen. Om te kunnen bepalen of indexeren gewenst is moet dus de vraag beantwoord worden hoe erg men het vindt als men in de toekomst meer risico loopt dat uitkeringen moeten worden gekort, dan wel dat de uitkeringen geen gelijke pas meer houden met de inflatie.

Literatuur

Bonekamp, J., L. Bovenberg, T. Nijman en B. Werker (2017) *Welke vaste dalingen en welk beleggingsbeleid passen bij gewenste uitkeringsprofielen in verbeterde premieregelingen*. Netspar Design Paper, 86.

Bovenberg, A.L. en T.E. Nijman (2019) *Waardering van aanspraken in een premieregeling met uitgebreide risicodeling*. Te verschijnen.

Werker, B.J.M., T.E. Nijman, M. Lever et al. (2019) *De bepaling van de marktwaarde van bestaande aanspraken in een uitkeringsovereenkomst*. Netspar Occasional Paper, 03/2019.

Naar een nieuw stelsel

Starten met een nieuw stelsel is het halve werk, de andere helft is om de aanspraken uit het oude stelsel een plek te geven in het nieuwe stelsel. Kan dat op een eerlijke manier?

Effecten van de nieuwe pensioenregels verschillen per leeftijdsgroep

Het pensioenakkoord leidt tot andere pensioenuitkomsten. Sommige mensen gaan erop vooruit, andere erop achteruit. Wat zijn de gevolgen voor de verschillende cohorten bij de overgang naar het nieuwe pensioencontract en naar een premieovereenkomst met een vlakke staffel?

IN HET KORT

- Vooral gepensioneerden gaan er bij de overgang van het huidige contract naar het voorgestelde nieuwe contract op vooruit.
- Cohorten geboren rond 1980 hebben het grootste nadeel door de afschaffing doorsneesystematiek. Compensatie is mogelijk.
- Nieuwe cohorten hebben voordeel van de langere beleggingshorizon in een premieovereenkomst met een vlakke staffel.

HENK-WIM DE BOER

Wetenschappelijk medewerker bij het Centraal Planbureau (CPB)

RIK DILLINGH

Wetenschappelijk medewerker bij het CPB

ANDRÉ NIBBELINK

Wetenschappelijk medewerker bij het CPB

PETER ZWANEVELD

Programmaleider pensioenen bij het CPB

Dit artikel is gebaseerd op de analyse van Zwaneveld et al. (2019), uitgevoerd op verzoek van het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.

Met het pensioenakkoord gaan de pensioenovereenkomsten op de schop. De huidige uitkeringsovereenkomsten zullen plaatsmaken voor een nieuw pensioencontract en de doorsneesystematiek wordt afgeschaft (beide samen heet de dubbele transitie). De huidige premie-overeenkomsten krijgen een vlakke in plaats van een progressieve staffel, uitgedrukt als percentage van de pensioengrondslag. In dit artikel berekenen wij wat de effecten hiervan zijn voor de verschillende cohorten.

De gepresenteerde uitkomsten van deze analyses hebben alleen betrekking op het bruto aanvullende pensioen in de tweede pijler. Voor de gemiddelde gepensioneerde is dit nu ongeveer de helft van het totale pensioeninkomen. Deelnemers ontvangen vaak ook AOW, en hebben daarnaast andere inkomstenbronnen. In termen van het netto totale pensioeninkomen, inclusief de AOW, zijn de verschillende transitie-effecten dan ook beperkter, met name voor de lagere inkomens. De analyses hebben betrekking op een 'representatieve werknemer' (gebaseerd op CBS-gemiddelden) en op alleen het ouderdomspensioen.

Huidig en nieuw contract

In het voorgestelde nieuwe contract is sprake van minder bufferopbouw dan onder het huidige contract binnen het Financieel Toetsingskader (FTK). Tabel 1 vat de belangrijkste kenmerken samen van het huidige FTK-contract

en het voorgestelde nieuwe contract. Kortingen en indexeringen vinden bij het nieuwe contract plaats bij een dekkinggraad van respectievelijk onder of boven de honderd procent. Het beschouwde contract kent twee 'backstops' die ervoor zorgen dat de dekkinggraad onvoorwaardelijk en gesloten weer op een bepaald minimumniveau komt. Ook is de doorsneesystematiek afgeschaft. Elke deelnemer krijgt – gegeven zijn premie-inleg en algemene sterftekansen – een actuariel neutrale opbouw van uitkeringsrechten op basis van de rentetermijnstructuur. In de basis-aannamen worden de oude uitkeringsrechten een-op-een overgezet naar het nieuwe contract. Een uitgebreidere toelichting is te vinden in Zwaneveld et al. (2019).

Generatie-effecten

Om de gevolgen van de dubbele transitie in kaart te brengen voor de verschillende generaties, zijn niet alleen de verwachte pensioeninleg en -uitkeringen relevant, maar ook de mate van onzekerheid daarvan. Een gebruikelijke maatstaf waarin deze kenmerken verenigd zijn, is het netto-profijs. Netto-profijs geeft het verschil weer in de ('voor risico gecorrigeerde') marktwaarde van de betaalde premies en uitkeringen over het resterende leven per generatie. Het resultaat van de uitkomsten van alle scenario's wordt vertaald in één getal. Deze maat geeft aan wie er, bij de dubbele transitie, op voor- of achteruit gaat. De effecten tellen per definitie voor alle generaties samen op tot nul. De een legt meer of minder premie in, de ander ontvangt meer of minder uitkering. Het vlakke basispad impliceert niet dat elk cohort hetzelfde pensioenresultaat krijgt, het betekent simpelweg dat er niets verandert aan de huidige situatie. Een negatieve verandering wil dan ook niet per se zeggen dat een cohort niet goed af is, maar betekent dat, ten opzichte van het huidige contract, de verwachte pensioenuitkomsten dalen. Welke generatie-effecten evenwichtig zijn, en of er behoefte aan compenserende maatregelen is, zal uiteindelijk een politieke afweging zijn.

Figuur 1 toont de generatie-effecten (de verandering in netto-profijs) van de dubbele transitie, gegeven de gekozen basisaannamen voor zowel het huidige FTK-contract als het nieuwe contract. In aanvulling hierop wordt er één compensatiemaatregel weergegeven om de negatieve effecten voor bepaalde geboortejaren te beperken. Dit betreft de toekenning van een gerichte

Kenmerken huidig FTK-contract en voorgesteld nieuw contract

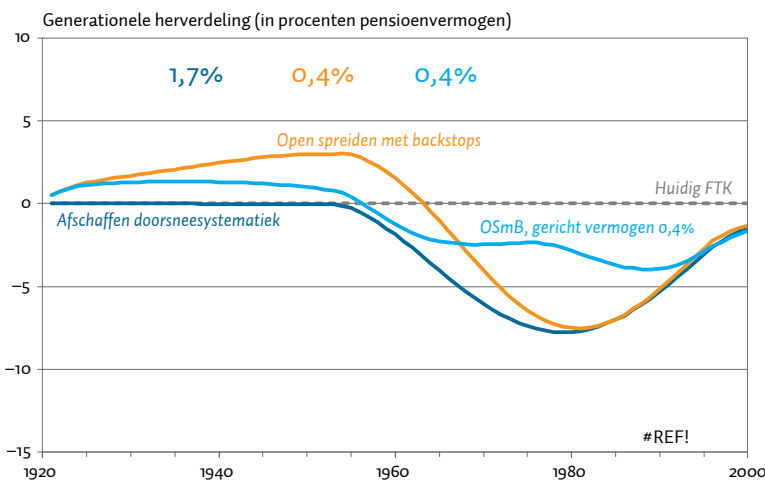
TABEL 1

	Huidig FTK-contract	Het voorgestelde nieuwe contract
Indexeren bij een dekkingsgraad vanaf	110%	100%
Regels voor indexeren	Indexatie is gekoppeld aan prijsinflatie op basis van eisen voor Vereist Eigen Vermogen (VEV, dekkingsgraad ±125%) en Toekomstbestendige Indexatie (TBI, ±125%). Bij dekkingsgraden boven de TBI- én VEV-grens is inhaalindexatie mogelijk	Indexatie van 1/10 deel van overschot bij dekkingsgraad tussen 100% en 120% en 1/5 deel van overschot boven dekkingsgraad van 120% (naast 1/10 deel van overschot tot 120%)
Regels voor korten	Op basis van VEV-regels die voorschrijven dat de dekkingsgraad binnen 10 jaar dient te voldoen aan de VEV-grens (±125%)	Korting van 1/10 deel van tekort bij dekkingsgraad onder 100%. Onvoorwaardelijke, gesloten korting bij dekkingsgraad onder de 90% tot 90%, spreiding tien jaar
Korting op basis van Minimaal Vereist Eigen Vermogen (MVEV)	Ja, MVEV-grens is 104,2%. Onvoorwaardelijke, gesloten korting na vijf jaar (zes meetmomenten) dekkingstekort, spreiding tien jaar	Ja, MVEV-grens is 100%. Onvoorwaardelijke, gesloten korting na vijf jaar (zes meetmomenten) dekkingstekort, spreiding tien jaar

ESB

Generatie-effecten bij dubbele transitie

FIGUUR 1



Noot: De gekleurde cijfers geven per variant de gemiddelde verandering in netto-profijs weer voor cohorten geboren vanaf het jaar 2001

Bron: Zwaneveld et al. (2019) | ESB

compensatie ten laste van 0,4 procentpunt van het pensioenvermogen per jaar, gedurende tien jaar.

De figuur laat zien dat het afschaffen van de doorsneesystematiek tot generatie-effecten leidt. Gepensioneerden worden niet geraakt, omdat afschaffen doorsneesystematiek alleen gevolgen heeft voor nieuwe pensioenopbouw. De huidige werkenden ondervinden wel nadeel van de overgang. Dit nadeel is het grootst voor werkenden in het midden van hun pensioenopbouw, omdat zij hebben meebetaald aan de pensioenen van oudere werkenden toen ze jong waren, maar zelf

in de toekomst geen subsidie zullen ontvangen. De eerstkomende nieuwe generaties (geboren na 2000) gaan er nog niet op vooruit. Toch gaan toekomstige generaties er gemiddeld wél op vooruit. De doorsneesystematiek vormt immers een omslagement binnen de tweede pijler. Jongeren subsidiëren de pensioenopbouw van ouderen, onder de belofte dat hun pensioenopbouw later wordt gesubsidieerd door toekomstige generaties. Afschaffen van dit omslagement is gunstig voor de laatste generatie, bij de sluiting van het gesimuleerde fonds. Deze laatste generatie had bij een doorsneesystematiek wel moeten meebetalen aan het pensioen van de generaties voor hen, maar zou niet kunnen profiteren van een generatie na hen.

Bij de gelijktijdige overstap naar het voorgestelde nieuwe contract treden aanvullende generatie-effecten op. Bij dekkingsgraden boven de honderd procent wordt er dan eerder geïndexeerd. Dit leidt tot meer indexatie voor de huidige deelnemers, wat te zien is aan de positieve effecten voor gepensioneerden. Op lange termijn leidt dit tot een lagere buffervorming en daarmee tot minder indexatieperspectief. Gecombineerd met het afschaffen van de doorsneesystematiek worden de cohorten die geboren zijn rond het jaar 1980, het meest geraakt. Doordat er eerder wordt geïndexeerd, profiteren toekomstige generaties minder.

De generatie-effecten kunnen desgewenst worden beperkt door verschillende compensatie- of overgangsmaatregelen. Een gerichte compensatie uit vermogen van 0,4 procentpunt per jaar gedurende tien jaar heeft een zichtbaar effect op het netto-profijs. Bij deze maatregel ('OSmB, gericht vermogen 0,4%') krijgen de initieel getroffen cohorten gericht extra uitkeringsrechten toebedeeld uit het vermogen. Het meest getroffen cohort heeft na deze gerichte compensatie nog een negatief netto profijt van zo'n vier procent. Deze gerichte compensatie ten laste van het vermogen van het pensioenfonds leidt tot minder indexatie, zodat het netto profijt van oudere cohorten door de compensatie afneemt.

Pensioenresultaat

De dubbele transitie heeft uiteraard ook gevolgen voor het pensioenresultaat. Dit resultaat geven we weer in de vorm van de vervangingsratio's – de verhouding tussen pensioenuitkering en loon – per cohort. Figuur 2 geeft inzicht in deze effecten. Het betreft de gemiddelde vervangingsratio over de gehele pensioenperiode van een persoon. We presenteren de effecten ten opzichte van de mediane waarde van de gemiddelde vervangingsratio van het huidige contract tijdens de pensioenperiode.

De mediane vervangingsratio's voor huidige werkenden laten door de dubbele transitie een beperkte verbetering zien. Dit komt door de indexaties vanaf een lagere dekkingsgraad in het nieuwe contract. De vervangingsratio's in figuur 2 lijken op het eerste gezicht een ander beeld te geven dan de generatie-effecten in figuur 1. Dit lijkt tegengesteld, maar is het niet. De vervangingsratio's in ongunstige economische scenario's vallen namelijk lager uit doordat de tekorten in het nieuwe contract nauwelijks worden gedeeld met de toekomstige opbouw. De verlaging van het pensioenresultaat in ongunstige scenario's weegt sterk mee

in het netto-profijt. De generatie-effecten voor de huidige actieven zijn daarom minder gunstig dan de verandering in de mediane vervangingsratio.

Als we weer kijken naar het geboortecohort 1980, dan zien we in figuur 2 eenzelfde effect van de afschaffing van de doorsneesystematiek als in figuur 1. De mediane vervangingsratio bij dit cohort blijkt echter te stijgen bij de dubbele transitie, terwijl het netto-profijt daarvan negatief is. Dit komt door de – niet weergegeven – slechtere uitkomsten van dit cohort in de staart van de verdeling van de vervangingsratio's, nog onder het 25e percentiel. De getoonde gerichte compensatie pakt voor het cohort nog gunstiger uit qua mediane vervangingsratio. Ook hier resteert echter een nadeel bij de slechtste scenario's, zodat het netto-profijt ook met deze compensatie nog wel beperkt negatief is.

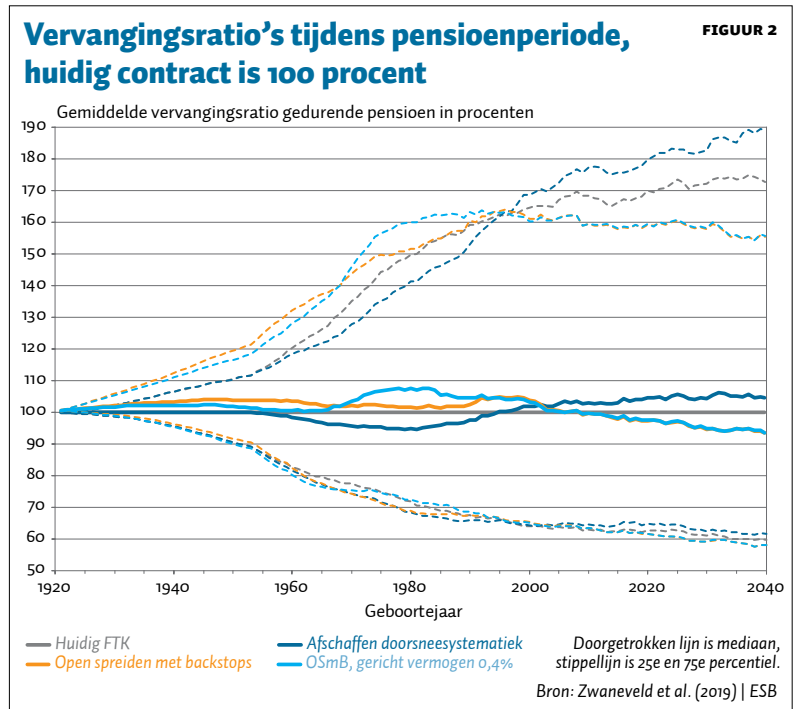
De dubbele transitie verhoogt verder de kans op een korting van de pensioenuitkering. Tegelijkertijd neemt de gemiddelde korting in omvang iets af. De grotere kans op korten na de dubbele transitie komt mede doordat er in het nieuwe contract eerder wordt geïndexeerd, en er dus kleinere buffers worden opgebouwd dan in het huidige FTK-contract.

De transitie-effecten kennen ruime bandbreedtes, en zijn gevoelig voor de veronderstelde economische en financiële scenario's, voor de invulling van het huidige contract en voor de leeftijdsopbouw van het fonds. De transitie-effecten zijn uiteraard ook afhankelijk van de vormgeving van het nieuwe contract, inclusief eventuele compensatiemaatregelen. Voor een uitgebreide toelichting op deze gevoeligheidsanalyses verwijzen we naar Zwaneveld et al. (2019).

Premieovereenkomsten

De overgang naar het nieuwe contract voor uitkeringsovereenkomsten en de gelijktijdige afschaffing van de doorsneesystematiek heeft geen directe gevolgen voor de premieovereenkomsten. Bij een premieovereenkomst bouwen deelnemers een individueel vermogen op dat bestaat uit premies en rendementen. Op (of rond) de pensioendatum kopen zij dan een pensioenuitkering in. Van het Nederlandse pensioenvermogen zit volgens cijfers van De Nederlandsche Bank 93 procent in uitkeringsovereenkomsten, 2 procent in premieovereenkomsten, en 5 procent in (voornamelijk) een combinatie van deze twee. Wel zijn er verschillende gevolgen van de overstap van een premieovereenkomst met een progressieve staffel (een in leeftijd oplopende premie) naar een premieovereenkomst met een vlakke staffel (eenzelfde premie in procenten van de pensioengrondslag). Zo vindt door de vlakke premie-inleg de inleg gemiddeld op jongere leeftijd plaats. Hierdoor kan deze langer renderen. Nieuwe cohorten (geboren vanaf 2000) kunnen hierdoor een hoger pensioenvermogen verwachten, of kunnen, indien de pensioenambitie gelijk wordt gehouden, met minder premie toe.

De huidige deelnemers leggen, door de tussentijdse overgang naar een vlakke premie, op latere leeftijd minder premie in dan voorzien, zodat hun pensioen naar verwachting lager zal zijn. Dit effect op het pensioenvermogen kan worden beperkt door aanvullende maatregelen. Tijdelijke ruimte voor extra inleg kan het verwachte pensioenvermo-



gen van deze generaties weer verhogen.

De overgang van een progressieve staffel naar een vlakke staffel binnen een premieovereenkomst kan ook leiden tot herverdelingseffecten. Dit hangt af van de mate waarin een hogere of lagere premie-inleg voor de individuele werknemer gevolgen heeft voor zijn bruto- (en netto-) loonsom. Pensioenpremies worden betaald vanuit de loonruimte. Het is de vraag hoe de effecten van een premieaanpassing worden verdeeld tussen werkgever en werknemer. Naast regelgeving en cao-afspraken, bepalen aanvullende onderhandelingen tussen (individuele) werkgever(s) en werknemer(s) deze uitkomst (Bosch et al., 2019).

Er zijn diverse overgangsmaatregelen bij premieovereenkomsten denkbaar. De overgangseffecten zijn bovendien gevoelig voor de gekozen staffel. Naarmate de gekozen discontovoet voor de staffel lager is (bijvoorbeeld 1,5 procent in plaats van 3 procent), is de progressieve staffel relatief vlakker en zijn de overgangseffecten naar een geheel vlakke premie beperkter. Een lagere discontovoet heeft uiteraard wel een verhogend effect op de premie, en daarmee op mogelijke herverdelingseffecten.

Literatuur

- Bosch, N., C. van Ewijk, M. Micevska Scharf en S. Muns (2019) *The incidence of pension contributions – what matters: marginal or average rates?* CPB Discussion Paper, 14 januari.
- Zwaneveld, P., H.W. de Boer, R. Dillingh et al. (2019) *Effecten van de overgang op nieuwe pensioenregels.* CPB Notitie, 5 juni.



Het pensioen- akkoord is bij ons in goede handen.

HET SAP PENSIOENPLATFORM

Haal uw voordeel uit één toekomst-vast pensioenplatform.

Met het SAP Pensioenplatform bedient u uw deelnemers persoonlijk en op maat.

Vereenvoudig uw systeemlandschap en verlaag de kosten per deelnemer. Versnel de digitale transformatie van uw pensioenfonds met SAP en msg global solutions.

**THE BEST RUN-BUSINESSES MAKE
THE WORLD RUN BETTER.**

Voor meer informatie: sap.com/pensioen

Belastingaanpassingen zijn doorslaggevend voor succes pensioenakkoord

Een van de vele uit te werken elementen van het pensioenakkoord is de vormgeving van de belastingregels voor het nieuwe pensioencontract. Hoe moeten we het belastingstelsel aanpassen zodat het de huidige regeling ten goede komt, en de overgang wordt gefaciliteerd?

IN HET KORT

- In de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel moet de leeftijdsonafhankelijke premie opnieuw worden bepaald.
- De inschatting van het kabinet is dat de leeftijdsonafhankelijke premie uitkomt tussen de 25 en 30 procent.
- De budgettaire ruimte om het tekort in pensioenresultaat uit fiscaal gefaciliteerde extra premie te financieren is er niet.

BASTIAAN STARINK

Onderzoeker bij
Tilburg University en
partner bij PwC

De afschaffing van de doorsneesystematiek leidt ertoe dat op individueel niveau een actuariel eerlijke relatie wordt aangebracht tussen de pensioenpremie die voor en/of door de deelnemer wordt betaald en de bijbehorende waarde van de pensioenopbouw. Dat aanbrengen van deze individueel eerlijke relatie tussen premie en opbouw gaat plaatsvinden door een systeem van degressieve opbouw in te voeren, wat in de beoogde premiereregeling leidt tot een leeftijdsonafhankelijke premie.

Premiehoogte in het nieuwe contract

Fiscaal leidt afschaffing van de doorsneesystematiek in combinatie met een leeftijdsonafhankelijke premie tot een systeem waarbij niet langer de hoogte van de pensioenuitkering fiscaal wordt gemaximeerd, zoals in de huidige uitkeringsregeling het geval is, maar alleen nog de pensioenpremie. In het huidige stelsel kan tot een bepaald percentage van het bruto-inkomen belastingvrij worden ingelegd in het pensioen. Deze maximale belastingvrije inleg bepaalt de uitkeringshoogte. In het nieuwe stelsel bepalen fiscale regels ook de maximale belastingvrije inleg, maar niet meer de uitkeringshoogte.

Daarnaast gaat het nieuwe systeem uit van een leeftijdsonafhankelijke premie, terwijl het huidige systeem nog uitgaat van een premie die oploopt met de leeftijd. Deze leeftijdsonafhankelijke premie moet opnieuw

worden bepaald, al is het maar omdat de in de Wet op de loonbelasting 1964 genoemde minimale rekenrente van vier procent momenteel onrealistisch hoog is en daarmee niet leidt tot een adequate pensioenopbouw.

Vingeroefening en de rente

Bij de berekening van de leeftijdsonafhankelijke premie worden parameters in aanmerking genomen waarbij de keuze voor de invulling van deze parameters deels een politieke is. Volgens de 'vingeroefening' van Koolmees komt de premie die noodzakelijk is voor een pensioen van 75 procent middelloon, uit op 27 procent (Van Wijk en De Vos, 2019). In figuur 1 is vier keer een leeftijdsonafhankelijke premie (degressieve opbouw) weergegeven bij een rekenrente van een, twee, drie en vier procent. Bij een rekenrente van een procent loopt die premie op naar ruim 32 procent. De gestippelde lijn (gelijkblijvende opbouw) geeft de huidige premie uit het staffelbesluit weer, welke dus oploopt naarmate de deelnemer ouder wordt. Uit berekeningen blijkt dat de totale leeftijdsonafhankelijke premie voor zowel ouderdompensioen als nabestaandenpensioen op basis van realistische en meer actuele parameters dan die uit het genoemde staffelbesluit, uitkomt tussen de 25 en 30 procent van de pensioengrondslag – vergelijkbaar met de vingeroefening van Koolmees dus.

Het Witteveenkader waarbij de premie, en niet langer de uitkering, gereguleerd wordt, moet uitgaan van een realistische en marktconforme rente. Een dergelijke rente bedraagt momenteel minder dan 1,5 procent. Marktconformiteit brengt met zich dat de rente en daarmee de fiscaal gefaciliteerde premie-inleg meebeweegt met de renteontwikkeling. Het lijkt raadzaam een dergelijke aanpassing jaarlijks of zelfs meerjaarlijks (en niet maandelijks bijvoorbeeld) door te voeren om een stabiele last bij werkgevers en werknemers te bereiken en aanpassingen uitvoerbaar te houden.

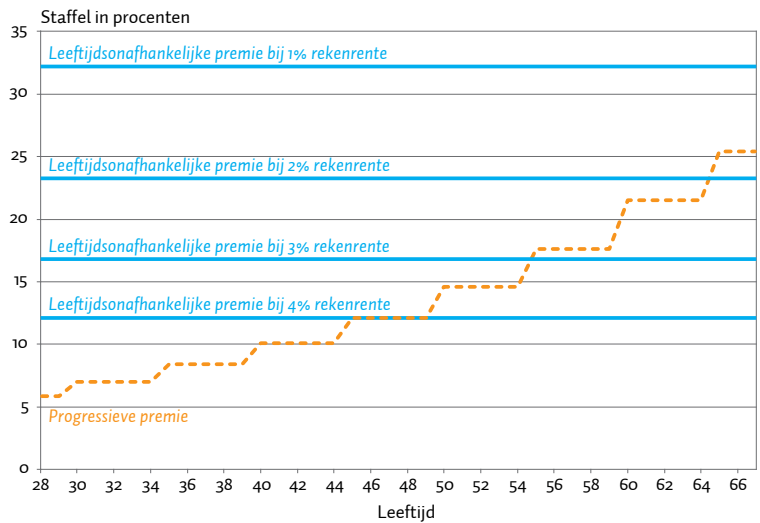
Carrièreontwikkeling

Een ander element dat van invloed is op de hoogte van de premie, is het in aanmerking nemen van een carrièreontwikkeling. Immers, uit het pensioenakkoord blijkt dat een middelloonresultaat van 75 procent na veertig dienstjaren nog steeds de ambitie is. De carrièreontwikkeling in de Wet op de loonbelasting 1964 gaat momenteel voor een beschikbare-premiereregeling uit

Dit artikel is
gebaseerd op
Starink (2019)

Premiepercentages voor 75 procent middelloon als functie van de rente

FIGUUR 1



opbouw en leeftijdsonafhankelijke pensioenpremie gaat gepaard met grote overgangseffecten. Een achteruitgang in toekomstige pensioenopbouw kan een reden zijn om een compensatieregeling in te voeren.

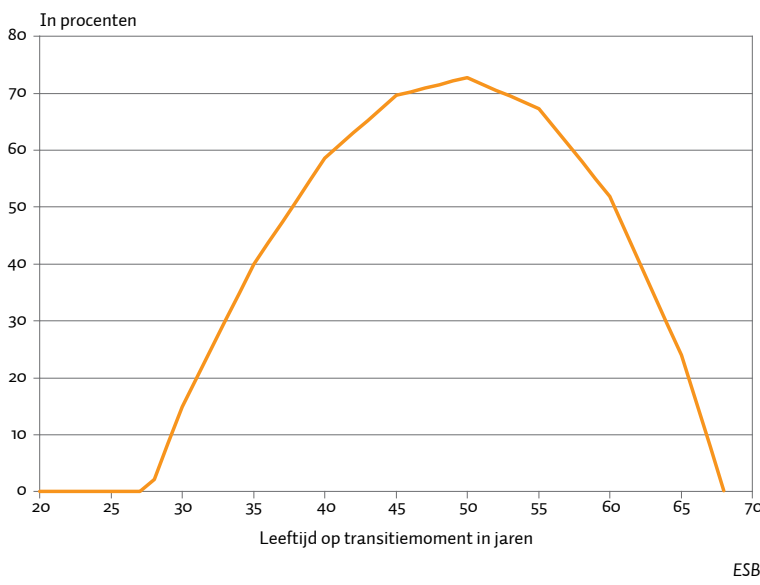
Wenselijkheid en wettelijke basis

De kosten van een dergelijke compensatieregeling werden eerder berekend en bedragen tientallen miljarden (Lever en Muns, 2017). Deze kosten kunnen desgewenst uit de eventueel aanwezige buffers van pensioenfondsen worden betaald, maar ook vanuit een extra premie. Dat laatste is per definitie aan de orde bij beschikbare-premieregelingen en verzekerde regelingen waarin geen sprake is van buffers zoals bij een pensioenfonds. Een dergelijke overgangsregeling via de pensioenpremie vereist een faciliteit in de Wet op de loonbelasting 1964.

De vraag of een dergelijke compensatieregeling noodzakelijk of gewenst is, is vooral een politieke. In het pensioenakkoord is aangegeven dat compensatie voor een transitiepad van het huidige stelsel naar het nieuwe stelsel binnen het fiscale kader kan worden geregeld, waarbij een tijdelijke fiscale facilitering van één miljard euro extra premie per jaar is voorzien (Eerste Kamer, 2019). Hoe zou een dergelijke fiscale overgangsregeling eruit kunnen zien?

Transitiekosten als percentage van de grondslag

FIGUUR 2



van drie procent per jaar gedurende de jaren tot het bereiken van de 35-jarige leeftijd, twee procent tussen leeftijd 35 en 45, een procent tussen leeftijd 45 en 55 en nul procent vanaf leeftijd 55. De carrièreontwikkeling is relevant omdat in een systeem van leeftijdsonafhankelijke premie het zwaartepunt van de pensioenopbouw in het begin van de carrière ligt. Omdat een middelloonresultaat van 75 procent na veertig dienstjaren de ambitie blijft, dient de veronderstelde carrièreontwikkeling realistisch te zijn. Het verdient wat mij betreft aanbeveling om onderzoek te doen naar een realistische carrièreontwikkeling in Nederland en niet zomaar uit te gaan van het al decennialang gehanteerde en hiervoor beschreven model.

Fiscale overgangsregeling

De overgang van het huidige systeem van leeftijdsonafhankelijke pensioenopbouw en leeftijdsafhankelijke pensioenpremie naar een systeem van leeftijdsafhankelijke pensioen-

Berekening

Een mogelijkheid is het creëren van een overgangsregeling waarbij op basis van de leeftijd van de deelnemer op het transitie moment een extra premieruimte wordt vastgesteld. Deze extra premie moet de lagere pensioenopbouw ten opzichte van de situatie vóór invoering van het nieuwe pensioenstelsel compenseren. Dat is een betrekkelijk eenvoudige berekening waarbij het pensioenresultaat in de oude situatie wordt vergeleken met het pensioenresultaat in de nieuwe situatie, en vervolgens het verschil wordt omgerekend in een extra benodigde jaarlijkse premie tussen het moment van overgang naar het nieuwe stelsel en de pensioendatum. Figuur 2 geeft het tekort aan als percentage ten opzichte van de pensioengrondslag per de leeftijd op transitie moment. Daarbij zijn de volgende actuariële uitgangspunten gehanteerd: rekenrente van 1,6 procent, geen loon- of prijsstijgingen, pensioenleeftijd 68 jaar, opbouw over veertig jaar vanaf leeftijd 28 en overlevingskansen conform de Prognosetafel AG2018 (Koninklijk Actuarieel Genootschap, 2018).

Omvang en verdeling transitiekosten

Hieruit blijkt dat voor een deelnemer van rond de vijftig jaar het totale tekort op het transitie moment het hoogst is. Om dit tekort volledig op te lossen, is een bedrag nodig van tientallen miljarden. Uit berekeningen van Dirk-Symon Siesling en mij blijkt dat, indien slechts het verschil in pensioenresultaat wordt berekend, het tekort ongeveer 79 miljard euro bedraagt. Dat is een fors bedrag, maar het kan over vele jaren worden uitgesmeerd en is, afgezet tegen een jaarlijkse totale pensioenpremie in Nederland van ongeveer veertig miljard euro, wellicht niet onoverkomelijk. Ook is het uiteraard de vraag of alle tekorten wel volledig moeten worden gecompenseerd, en of de tekorten door middel van extra premie-inleg moeten worden opge-

bracht, dan wel of het bijvoorbeeld (deels) uit buffers van pensioenfondsen kan worden betaald.

Uit de berekeningen op basis van de huidige karakteristieken van deelnemers en pensioenpremie in Nederland en een gemiddelde pensioenpremie van 22 procent (DNB, 2019), is het genoemde bedrag van 79 miljard vooral geconcentreerd rondom de middelste leeftijdscohorten (45–54 jaar). De in het eerste jaar benodigde extra premielast voor alle cohorten samen bedraagt bijna drie miljard euro, oftewel 7,5 procent van de totale pensioenpremie per jaar. De vraag hoe deze tussen werkgever en werknemer dan wel leeftijdscohorten verdeeld moet worden, laat ik gemakshalve buiten beschouwing. Dat jaarlijkse bedrag neemt in ongeveer veertig jaar af tot nul. Het premiepercentage van de overgangsregeling neemt toe van nul tot acht procent naarmate de deelnemer ouder is op het moment dat de overgangsregeling wordt ingevoerd. Merk op dat het percentage bij de leeftijd van de deelnemer op het transitie-moment hoort, en daarna niet meer wijzigt (in afwijking van de reguliere situatie in een beschikbare-premieregeling). De reden waarom dit jaarlijkse percentage ook na leeftijd 50 oploopt, en niet affloopt zoals in figuur 2 wordt getoond, is omdat het hier een *jaarpremie* betreft en niet een *totaal* tekort. Ter illustratie: een 65-jarige heeft weliswaar een extra premie van acht procent per jaar nodig, maar het totale tekort is klein. De extra premie van acht procent wordt namelijk ook maar tot aan pensioendatum (dus slechts enkele jaren) betaald.

Implicaties

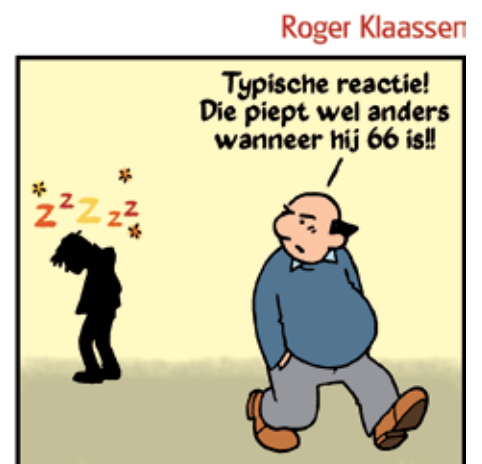
Het vorenstaande betekent dat de vormgeving van een overgangsregeling sterk wordt beperkt door de budgettaire

ruimte ervoor. Een overgangsregeling van, zeg, meer dan tien jaar lijkt mij praktisch onwenselijk. Het kabinet lijkt zoals gezegd extra fiscale ruimte te willen bieden voor een miljard euro extra premie per jaar. Voor een volledige compensatie via de premie is echter in het begin drie miljard per jaar nodig. Dat bedrag loopt dus af naar nihil in ruim veertig jaar. Indien een kortere overgangsregeling wordt beoogd (hetgeen mijns inziens dus raadzaam is), dan stijgt de benodigde extra premie per jaar. Het totale tekort van 79 miljard euro lijkt, gegeven de budgettaire ruimte en de verwachting dat een overgangsperiode korter dan veertig jaar in beslag neemt, dus zeker niet uit fiscaal gefaciliteerde extra premie gefinancierd te kunnen worden. De keuze is dan om het tekort niet volledig te compenseren, dan wel het tekort niet alleen door middel van extra premie te financieren, maar bijvoorbeeld (ook) via de buffers van de pensioenfondsen. Realistisch gezien zal er op individueel niveau dus geen volledige compensatie plaatsvinden. Maar dat is de prijs die we als maatschappij en individuen moeten betalen voor de overgang naar een eerlijker, transparanter en toekomstbestendiger pensioenstelsel. En bij zo'n overgang zijn verliezers nu eenmaal niet te voorkomen.

Literatuur

- Eerste Kamer (2019) *Toekomst pensioenstelsel*. Kamerstuk 32043, nr. 5.
- Koninklijk Actuariel Genootschap (2018) *Prognosetafel AG2018*. Te vinden op ag-ai.nl.
- Lever, M.H.C. en S. Muns (2017) *Effecten afschaffing doorsneesystematiek: een ALM analyse*. CPB Achtergronddocument, 21 juni.
- Starink, B. (2019) *Pensioenhervormingen: wordt 2019 het jaar van de waarheid?* *Weekblad Fiscaal Recht*, 2019/99.
- Wijk, M. van, en A. de Vos (2019) *Nieuw premieplafond komt volgens 'vinger-oefening' uit op 27%*. Artikel op www.pensioenpro.nl, 6 september.

VAN ZANTEN



Beëindiging doorsnee-systematiek vereist evenwichtig compenseren

In het pensioenakkoord is afgesproken dat de pensioenopbouw leeftijdsafhankelijk wordt. De gemaakte afspraken hebben consequenties voor zowel de toekomstige als de bestaande pensioenopbouw. Het akkoord neemt aan dat daarvoor compensatie wordt geboden. Is dit juridisch noodzakelijk? En hoe kan compensatie vorm krijgen?

IN HET KORT

- De gemaakte afspraken betekenen voor sommige leeftijdsgroepen een lager te verwachten pensioen.
- Compensatie van deelnemers is nodig, anders heeft het pensioenakkoord geen kans van slagen.
- Een goede en gemotiveerde stelselherziening én gerichte compensatie beperken de risico's in verband met claims.

DICK BOEIJEN

Actuaris bij PGGM

CHANTAL DE GROOT

Actuaris bij Ortec Finance

MARK HEEMSKERK

Advocaat bij Held en hoogleraar aan de Radboud Universiteit (RU)

NIELS KORTLEVE

Innovatiemanager bij PGGM

RENÉ MAATMAN

Advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek en hoogleraar aan de RU

In de huidige pensioenregelingen betalen alle deelnemers eenzelfde percentage van hun inkomen aan premie, waarvoor gelijke pensioenaanspraken worden verkregen ongeacht de leeftijd. Deze zogenoemde 'doorsneesystematiek' (ofwel 'tijdsevenredige opbouw') negeert dat de inleg van jongeren veel langer rendeert. Er vindt hierdoor impliciet een waardeoverdracht plaats van jongeren naar ouderen. De doorsneesystematiek kan tot oneerlijke uitkomsten leiden nu mensen steeds vaker slechts een deel van hun werkzame leven pensioen opbouwen, bijvoorbeeld omdat ze deels als zelfstandige werken. Zij past niet goed bij een inzichtelijk en persoonlijk pensioen en de toegenomen arbeidsmobiliteit.

Het pensioenakkoord (SER, 2019) vervangt tijdsevenredige opbouw daarom door leeftijdsafhankelijke opbouw. Deze wijziging heeft effect op zowel uitkeringsregelingen (*defined benefit*) als premiereregelingen (*defined contribution*). In uitkeringsregelingen wordt de leeftijdsafhankelijke doorsnee-opbouw vervangen door een leeftijdsafhankelijke, degressieve opbouw. In premiereregelingen wordt de leeftijdsafhankelijke, progressieve premie-inleg vervangen door een leeftijdsafhankelijke premie-inleg. In beide gevallen spreken we van een overstap op *degressieve opbouw*.

Omdat deze overstap de toekomstige pensioenopbouw verandert, daalt zowel bij uitkeringsregelingen als bij premiereregelingen het pensioenperspectief van deelnemers

die nu in de opbouwfase zitten. Bij gelijkblijvende premie-inleg zullen zij in de toekomst immers minder pensioen opbouwen dan onder het huidige contract (Pensioenfederatie, 2019). Deelnemers met een leeftijd tussen veertig en vijftig jaar – de 'middengroep' – worden het hardst getroffen (figuur 1). Toekomstige deelnemers daarentegen krijgen een beter pensioenperspectief.

Bij uitkeringsregelingen komt het verslechterde pensioenperspectief voor de middengroep voort uit het feit dat de opbouw van pensioenaanspraken over de resterende loopbaan lager zal zijn dan de verwachte doorsnee-opbouw onder het huidige contract. Bij premiereregelingen is het verslechterde pensioenperspectief het resultaat van de leeftijdsafhankelijke premie. Die valt, gesommeerd over de resterende loopbaan, lager uit dan de huidige progressieve premie.

Voor de reeds opgebouwde pensioenaanspraken en -rechten (de 'bestaande opbouw') heeft de overstap op een degressieve opbouw op zichzelf geen gevolgen. Het pensioenakkoord stelt echter bij de uitkeringsregelingen een *dubbele transitie* voor, waarbij gelijktijdig met de beëindiging van de doorsneesystematiek de nieuwe verdeelregels ook worden toegepast op de bestaande opbouw. Door dit zogenoemde '*invaren*' komen er middelen vrij om de introductie van degressieve opbouw te compenseren. Invaren voorkomt bovendien dat pensioenfondsen gelijktijdig uitvoering moeten geven aan bestaande en nieuwe opbouw. Door deze dubbele transitie zal de bestaande opbouw bij uitkeringsregelingen wel wijziging ondergaan (figuur 1).

Mogelijkheden voor compensatie

De veranderingen in de toekomstige en bestaande pensioenopbouw kunnen aanleiding geven tot compensatie. Wij gaan ervan uit dat in het verleden de rechtens juiste premie is betaald voor de bestaande opbouw, en dat het verleden dus geen aanleiding geeft tot compenseren.

De mogelijkheden om deelnemers te compenseren voor een lager toekomstig pensioenperspectief zijn beperkt (figuur 2). Wij onderscheiden impliciete en expliciete compensatie.

Impliciete compensatie

Impliciete compensatie is mogelijk bij uitkeringsregelingen als er wordt gekozen voor een dubbele transitie – waarbij er dus sprake is van invaren en de nieuwe verdeelregels van

toepassing zijn op de bestaande pensioenopbouw. De middengroep kan langs twee wegen *impliciete compensatie* worden geboden. Ten eerste krijgen de deelnemers *het vooruitzicht* van een beter pensioenresultaat. De overstap naar het nieuwe contract maakt het mogelijk om het beleggingsbeleid beter af te stemmen op de leeftijd van de deelnemers. Dat verbetert de kansen op rendement en indexatie. Ten tweede zullen onder het nieuwe contract andere stuurregels gelden voor verhogen en verlagen. Die maken het mogelijk om de opbouw sneller te verhogen, en dus om minder overschotten door te schuiven naar de toekomst. Het gevolg is een herverdeling van toekomstige deelnemers naar deelnemers en pensioengerechtigden.

Impliciete compensatie kan de middengroep echter niet volledig compenseren voor het lagere pensioenperspectief. Bij premieregelingen is impliciete compensatie überhaupt niet mogelijk. Zij kennen immers geen collectieve overschotten die via verdeelregels worden doorgeschoven naar de toekomst.

Expliciete compensatie

De getroffen deelnemers kunnen expliciet worden gecompenseerd voor het verlaagde pensioenperspectief in de vorm van extra pensioenaanspraken. Dit dient gelijktijdig met de overstap naar het nieuwe contract te gebeuren. De expliciete compensatie kan worden gefinancierd uit het pensioenfondsvermogen of door een tijdelijke premieopslag.

Financiering uit fondsvermogen kan plaatsvinden bij de vrijval van buffers. Dit komt feitelijk neer op een herverdeling van de pensioengerechtigden naar de middengroep (figuur 1). Veel fondsen met een uitkeringsregeling hebben thans een dekkinggraad die lager is dan honderd procent. Die belemmert een compensatie uit het fondsvermogen. Denkbaar is echter dat er een buffer zal ontstaan indien overeenstemming wordt bereikt over een hogere rekenrente, waarna die buffer kan worden aangewend voor de toekenning van extra aanspraken.

Een alternatief voor financiering uit het fondsvermogen is om aan alle deelnemers een premieopslag in rekening te brengen die vervolgens gericht wordt aangewend voor de middengroep. Dit is feitelijk een herverdeling van de toekomstige deelnemers (en hun werkgevers) naar de middengroep. De overgang naar degressieve opbouw biedt de mogelijkheid om dezelfde opbouw te financieren met een lagere premie dan binnen de huidige doorsneesystematiek. De nieuwe opbouw van deelnemers is immers in de eerste jaren hoger omdat de inleg langer rendeert. Door de premieverlaging tijdelijk of gedeeltelijk achterwege te laten, kan deze premiemarge worden ingezet voor gerichte compensatie.

Bij premieregelingen is alleen de premieopslag als financieringsbron beschikbaar. Hetzelfde geldt voor uitkeringsregelingen die door verzekeraars worden uitgevoerd. Deze regelingen kennen immers geen onverdeeld ‘fondsvermogen’. Hier moet de werkgever bereid worden gevonden om de premieopslag te voldoen aan de pensioenuitvoerder. Een geheel of gedeeltelijk verhaal op werknemers zal onderdeel zijn van het arbeidsvoorwaardenoverleg. Bij pensioenregelingen die werkgevers hebben ondergebracht bij verzekeraars zal dit lastig zijn omdat de hoogte van de premie onderdeel is van de uitvoeringsovereenkomst.

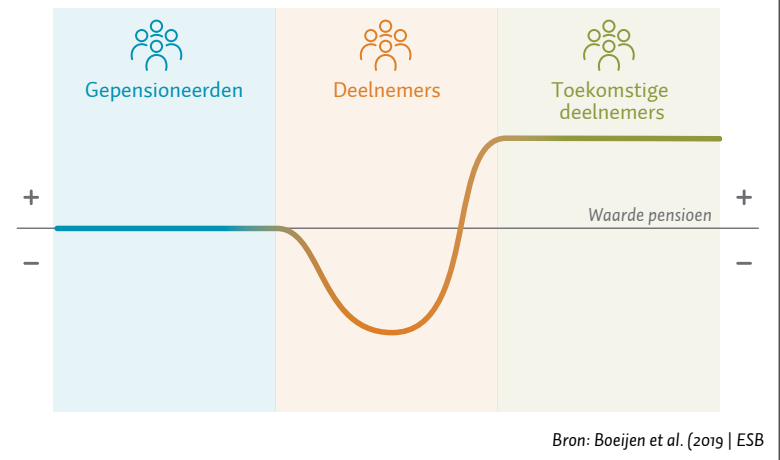
Een evenwichtige compensatie bespoedigt de rechtsgeldige invoering van de degressieve opbouw, en beperkt de kans op succes van eventuele juridische acties tegen de veranderingen in de toekomstige en bestaande pensioenopbouw.

Toekomstige opbouw

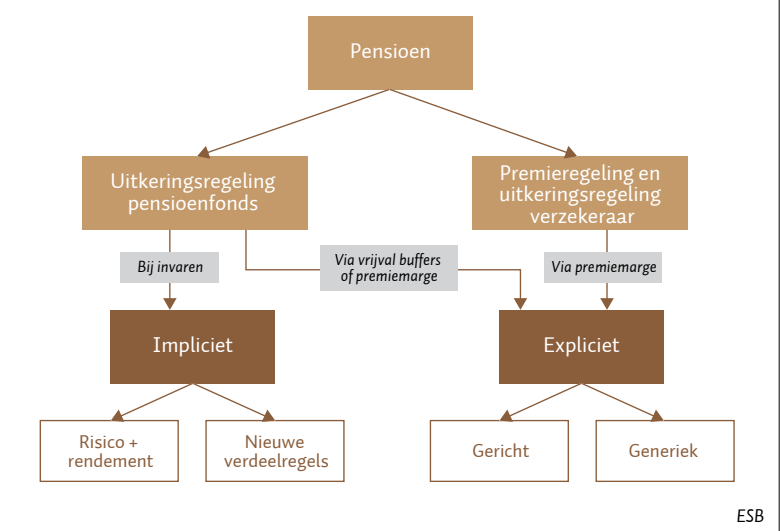
De introductie van de degressieve pensioenopbouw heeft tot gevolg dat het toekomstige pensioenresultaat van de huidige deelnemer lager zal zijn dan hij verwachtte op grond van zijn pensioencontract en het geldende wettelijk kader. Dit zal aanleiding geven tot juridische acties tegen de Staat, de werkgever(s), sociale partners en/of de pensioenuitvoerders.

Tabel 1 geeft een overzicht van de meest waarschijnlijke juridische acties van deelnemers. Die kunnen zijn gericht op het belemmeren van (de introductie van) degressieve opbouw, of op het compensatie verkrijgen voor het lagere pensioenperspectief. De vraag of de verplichtstelling na de stelselherziening in strijd is met het mededingingsrecht laten wij buiten beschouwing. Het antwoord daarop is mede afhankelijk van de exacte inrichting van het nieuwe pensioenstelsel.

Effect van overstap op degressieve opbouw op waarde pensioen FIGUUR 1



Mogelijkheden voor compensatie FIGUUR 2



Rechtsgeldige wijziging

Degressieve opbouw vereist ingrijpen door de wetgever en rechtsgeldige wijziging van de pensioenregeling. Zonder die besluitvorming is de overstap onmogelijk. Wij gaan ervan uit dat de wetgever de overgang naar degressieve pensioenopbouw slechts faciliteert. Het is aan de werkgever(s), sociale partners en pensioenuitvoerders om rechtsgeldig de degressieve opbouw te introduceren. Verplichtgestelde bedrijfstakpensioenfondsen dienen hun reglementen te wijzigen bij bestuursbesluiten. Deelnemers zijn daaraan gebonden.

Bij andere pensioenuitvoerders is de wijziging naar degressieve pensioenopbouw moeilijker. Daar moet de werkgever de pensioenregeling in overleg met zijn werknemers wijzigen. Te verwachten valt dat veel werknemers niet instemmen, zeker niet werknemers uit de middengroep. De ondernemingsraad heeft bij wijziging van de pensioenregeling een wettelijk instemmingsrecht. Het onthouden van instemming is eveneens een praktische belemmering voor een werkgever om degressieve opbouw in te voeren. Eenzijdige wijziging is volgens de wet alleen mogelijk wanneer de werkgever een voldoende zwaarwichtig belang heeft om de pensioenregeling te wijzigen, waarvoor het belang van de werknemer moet wijken. Voor werkgevers zal het zonder compensatie lastig zijn om ten eerste een voldoende zwaarwichtig belang aan te tonen richting getroffen werknemers en om ten tweede de instemming van de ondernemingsraad te verkrijgen.

Zonder gerichte compensatie is er een reële kans dat de besluitvorming over degressieve pensioenopbouw stagneert. De ondernemingsraad – of individuele werknemers met een lager te verwachten pensioen – zal niet instemmen en gaat de wijziging aanvechten. Gerichtte compensatie verkleint het risico dat die claims slagen. Voor pensioenfondsen geldt dat de compensatie het eenvoudiger maakt om in en buiten rechte te verdedigen dat het besluit tot degressieve pensioenopbouw voldoet aan de wettelijke eis van evenwichtige belangenafweging. De Staat kan het maatschappelijk draagvlak voor het pensioenakkoord bevorderen door onverplicht te compenseren, bijvoorbeeld met fiscale tegemoetkomingen (Barkhuysen et al., 2012).

Juridische acties

Een rechtsgeldige wijziging naar degressieve pensioenopbouw maakt een vordering van een toekomstige andere pensioenopbouw vrij kansloos. Er is dan namelijk geen wanprestatie, onrechtmatige daad of schending van gerechtvaardigd vertrouwen ten aanzien van een pensioenuitkering van een

bepaalde hoogte. Weinig kansrijk is eveneens een claim op grond van het Europees eigendomsrecht. Goed verdedigbaar is dat een *voorzicht* omtrent pensioen geen vermogensbestanddeel is, en daarom geen eigendomsbescherming geniet (Van der Poel, 2018). Uiteindelijk komt het aan op het oordeel van het Europees Hof van Justitie. Dat geldt ook voor de wettelijk vereiste objectieve rechtvaardiging voor het leeftijdsonderscheid dat inherent is aan de introductie van degressieve pensioenopbouw.

De risico's die samenhangen met de 'heffing' en aanwending van de premieopslag achten wij niet problematisch, aangezien veel verdergaande solidariteitsbetalingen in het huidige stelsel gebruikelijk zijn en niet op bezwaren stuit(t)en. Het pensioenfonds zal aannemelijk moeten maken dat de expliciete compensatie passend is als onderdeel van een evenwichtige belangenafweging. De compensatie is mogelijk in strijd met bestaand indexatiebeleid. Te verwachten valt dat veel begunstigten zullen protesteren tegen toedeling van pensioenfondsvermogen (vrijgevallen buffers) aan de middengroep. Ze zijn (in economische zin) mede-eigenaar van die buffers en zien hun eigendomsprenties verloren gaan. De compensatie gaat ten laste van hun indexatiepotentieel. Zowel de wetgeving als de fondsdocumenten behoeven op dit punt herziening.

Bestaande opbouw

Met de invoering van de doorsneesystematiek stelt het pensioenakkoord voor om de nieuwe spelregels ook op de bestaande opbouw toe te passen. Als de opgebouwde rechten wijziging ondergaan en een meer voorwaardelijk karakter krijgen, is er sprake van 'invaren'. Dit kan langs de contractuele weg (sociale partners) of via prudentieel ingrijpen (wetswijziging). Invaren zal aanleiding geven tot juridische claims; het leidt tot invaar risico ('invaarproblematiek'): ongenoegen, protesten en juridische procedures.

Contractueel invaren houdt in dat het opgebouwde pensioen van begunstigten wijziging ondergaat en wordt ingebracht in de nieuwe pensioenregeling. Begunstigten hebben bij deze collectieve waardeoverdracht een individueel vetorecht. Een veto belemmert de waardeoverdracht. Bij een deel van de begunstigten kunnen bezwaren worden weggenomen door compensatie te bieden. Er zullen echter ongetwijfeld bezwaarmakers resteren die juridische acties ondernemen tegen werkgevers, sociale partners en pensioenuitvoerders.

Onder 'prudentieel invaren' verstaan wij de wijziging van de verdeelregels van pensioen door de wetgever. Als de Staat invaren bewerkstelligt of faciliteert, zullen begunstigten een beroep doen op de eigendomsbescherming in Europese verdragen. Invaren zal worden beschouwd als regulering van eigendom. De rechter gaat ervan uit dat de Staat in de uitoefening van zijn wetgevende macht beleidsvrijheid heeft (*margin of appreciation*). Er zal wél sprake moeten zijn van een *fair balance* (evenredigheid tussen doel en middelen), en een individu mag ook niet disproportioneel worden getroffen (*excessive burden*). Uit jurisprudentie blijkt dat het Europees Hof bereid is reducties van pensioenaanspraken tot wel vijftig procent te accepteren.

Rechtspraak wijst uit dat claims op grond van schending van het eigendomsrecht zelden leiden tot overheids-

Mogelijke juridische acties pensioendeelnemers

TABEL 1

Juridische actie	Juridische grondslag
Gerechtvaardigde verwachtingen deelnemers	art. 3:33–35 BW
Niet-nakoming pensioenovereenkomst wanprestatie	art. 3:296 BW art. 6:74 BW
Onrechtmatige daad	art. 6:162 BW
Schending eigendomsrecht	art. 1 EP EVRM 17 Handvest EU
Leeftijdscriminatie	WGBL ¹ 21 Handvest EU

¹ Wet gelijke behandeling op grond van leeftijd bij arbeid

ESB



aansprakelijkheid. Het aansprakelijkheidsrisico achten wij gering en beheersbaar, mits de Staat de wijziging van het wettelijk kader van een goede motivering voorziet. Hij moet onderbouwen dat de aanpassingen bijdragen aan de houdbaarheid van het Nederlandse pensioenstelsel en het individuele pensioenresultaat. Proportionaliteit en doelmatigheid van de wijzigingen zijn relevant, alsmede een fiscaal overgangsregime en flankerende maatregelen om te voorkomen dat individuen van doen krijgen met buitengewone lasten. Compenseren helpt het invaarrisico terug te dringen en versterkt het draagvlak van het pensioenakkoord.

Prudentieel invaren heeft onze voorkeur. De Staat kan het invaarrisico makkelijker absorberen dan werkgevers, sociale partners en pensioenuitvoerders. De Staat heeft een groter uithoudingsvermogen als het op procederen aankomt. Bovendien behoort de Staat die maatregelen te treffen die nodig zijn om het pensioenstelsel toekomstbestendig te maken. Het is inherent aan de overheidstaak dat dit gepaard gaat met de aanvaarding van enig aansprakelijkheidsrisico.

Conclusie

Het pensioenakkoord gaat ervan uit dat de doorsneesystematiek wordt vervangen door leeftijdsafhankelijke pensioenopbouw. Dat heeft voor sommige leeftijdsgroepen een lager pensioenvooruitzicht tot gevolg. Zij kunnen worden gecompenseerd door middel van een premieopslag of door een herverdeling van het pensioenfondsvermogen.

Het spreekt voor zich dat wetgever, sociale partners en pensioenuitvoerders geldend recht moeten volgen om te komen tot wijziging van pensioenregelingen. Zonder compensatie heeft het pensioenakkoord geen kans van slagen. Mét compensatie is het claimrisico in verband met het

pensioenakkoord gering, mits de wetgever in samenspraak met sociale partners de stelselherziening goed motiveert, de voor- en nadelen evenwichtig onderbouwt en leeftijdsonderscheid objectief rechtvaardigt.

Gerichte compensatie is vereist als onderdeel van flankerend overheidsbeleid, zodat de stelselherziening als geheel evenwichtig is en maatschappelijk draagvlak heeft. Compensatie kan voorkomen dat individuele deelnemers disproportioneel worden getroffen door de stelselwijziging en/of de wijziging van hun pensioenregelingen. Daaronder rekenen wij ook de wijziging van de bestaande pensioenopbouw ('invaren'). De wetgever is beter dan sociale partners in staat om het invaarrisico te absorberen. Compensatie reduceert het invaarrisico en versterkt het draagvlak van het pensioenakkoord. Bepaalde werkgevers zullen (tijdelijk) compensatie willen bieden aan de middengroep, en ook aan jonge deelnemers om hun bezwaren tegen leeftijdsafhankelijke pensioenopbouw weg te nemen. Door gericht te compenseren, kan het pensioenfondsbestuur bepaalde cohorten of individuen ontzien en uitdrukking geven aan een evenwichtige belangenafweging.

Literatuur

Barkhuysen, T., W. den Ouden en M.K.G. Tjepkema (2012) *Coulant compenseren? Over overheidsaansprakelijkheid en rechtspolitiek*. Alphen a/d Rijn: Wolters Kluwer.

Boeijen, D., C. de Groot, M. Heemskerk et al. (2019) *Compensatie bij afschaffing doorsneesystematiek*. Netspar Design Paper 2019, te verschijnen.

Pensioenfederatie (2019) *Transitie-effecten: fondsspecifieke analyses*. Notitie, 11 juni, te vinden op pensioenfederatie.nl.

Poel, M.J.C.M. van der (2018) *Het eigendomsrecht op aanvullend pensioen*. *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, 2018/29.

SER (2019) *Naar een nieuw pensioenstelsel*. SER Advies, 19/05.

Eenmalige lumpsum bij pensionering kent ook nadelige effecten

In het pensioenakkoord is afgesproken dat tien procent van het pensioenvermogen straks als lumpsum ineens mag worden uitgekeerd op de pensioendatum. Dit lijkt een aantrekkelijke optie voor deelnemers, maar kent ook nadelen. Er moet goed worden nagedacht over de vormgeving.

IN HET KORT

- Afhankelijk van het bestedingsdoel en inkomen bij pensionering is een eenmalige uitkering niet voor elke deelnemer even gunstig.
- Bij introductie van deze keuze moeten deelnemers derhalve zorgvuldig worden geïnformeerd over de nadelen.

ROEL MEHLKOPF

Postdoctoraal onderzoeker bij Tilburg University en strategisch adviseur bij Cardano

EVA NIELSEN

Beleidsmedewerker toezicht pensioen bij De Nederlandsche Bank

YOURI VAN DORSSSEN

Strategisch Productontwikkelaar bij APG

Nederland is momenteel een van de weinige landen waar het niet mogelijk is om op de pensioendatum een eenmalige uitkering op te nemen. Maar het uitbreiden van de keuzevrijheid met deze mogelijkheid zou tot een hogere welvaart kunnen leiden (Folmer et al., 2018). Meer keuzevrijheid past bij een veranderende arbeidsmarkt en toenemende individualisering. Hierdoor kan het pensioen beter worden afgestemd op de individuele situatie en voorkeuren van een deelnemer.

Nederlanders lijken deze vrijheid te waarderen; een derde van de oudere pensioendeelnemers verkiest een eenmalige uitkering bij pensionering boven andere opties (Willemsen en Kortleve, 2016). Het gaat hierbij vooral om deelnemers die tijdens hun pensioen afnemende uitgaven verwachten of die onzeker zijn over de uiteindelijke pensioenhoogte (Van der Crujisen en Jonker, 2017).

Keuzevrijheid is een van de vijf hoofdthema's bij de hervorming van het pensioenstelsel. Dat concludeerde Jetta Klijnsma op basis van de Nationale Pensioendialog in 2015, waarin werd geconstateerd dat er een roep is om meer aansluiting bij individuele behoeftes. Haar opvolger, Wouter Koolmees, komt in het recente pensioenakkoord met een concreet voorstel op dit vlak: een bedrag van maximaal tien procent van het pensioenvermogen mag straks ineens ('lumpsum') worden uitgekeerd op de pensioendatum.

Ter bescherming van de deelnemer zijn aan de lumpsum voorwaarden verbonden. Zo bedraagt de eenmalige

uitkering maximaal tien procent van het opgebouwde pensioenvermogen, mag deze uitsluitend op de pensioendatum worden opgenomen en geldt deze als een afkoop waarbij het resterende pensioen – na afkoop – boven de wettelijke afkoopgrens moet liggen.

Lumpsum kan een aantrekkelijke optie zijn voor deelnemers, maar er zijn een aantal effecten en risico's om rekening mee te houden. Voor de individuele deelnemer gaat het om mogelijk nadelige effecten op de persoonlijke financiële situatie. Daarnaast zijn er bij lumpsumverstrekkingen risico's voor het collectief in een pensioenfonds met uitkeringsovereenkomsten.

Keuzevrijheid gaat niet vanzelf goed

Deelnemers maken niet altijd financieel verstandige keuzes met betrekking tot hun pensioen. Dat ze verkeerde keuzes maken, kan komen door gebrek aan financiële kennis (Van Rooij et al., 2012), de voorkeur voor een hoger inkomen nu in plaats van een hogere pensioenuitkering later, of het gebrek aan discipline om te sparen voor later (Prast, 2017).

Uit onderzoek (AFM, 2018) blijkt dat deelnemers die na pensionering sterk terugvallen in inkomen, net zo vaak kiezen voor een tijdelijke premiestop als deelnemers voor wie dat niet geldt. Voor de eerste groep kan deze keuze echter tot een ongewenste financiële situatie leiden. De effecten van deze keuze zijn vergelijkbaar met die van de lumpsum.

Naast duidelijke informatie over de effecten van hun keuze op hun financiële situatie kunnen deelnemers baat hebben bij een adequate keuzearchitectuur waaronder zorgvuldig gekozen standaardopties (*defaults*), goede framing van keuzes, vergelijking met mensen in vergelijkbare situaties ('peer-informatie' en/of 'social proof') en interactieve pensioentools (Ponds et al., 2016).

Ter bescherming van de financiële situatie van deelnemers kunnen beleidsmakers ook andere manieren onderzoeken om een lumpsum te begrenzen. Bijvoorbeeld door een minimaal vereiste vervangingsratio, een verplicht bestedingsdoel of een maximumafkoopleeftijd.

Fiscale gevolgen voor de deelnemer

Ons progressieve stelsel kent verschillende belastingtarieven en -kortingen voor én na de AOW-leeftijd. Daarom kan een lumpsum leiden tot verhoogde belastingen of het vervallen van toeslagen in het jaar van pensioneren.

Bijvoorbeeld: een pensioengerechtigde die aan het einde van de tweede belastingschijf zit en door de opname van de lumpsum in de derde belastingschijf belast wordt, komt er financieel gezien mogelijk slechter van af. Daarnaast is pensioenvermogen fiscaal vrijgesteld in box 3, en levert het samengesteld rendement op dat fiscaal ook is vrijgesteld bij uitkering. Deze fiscale voordelen vervallen bij een lumpsumuitkering.

Financiële gevolgen bij aflossing schuld

Uit surveys blijkt dat het aflossen van een hypotheekschuld het meestgenoemde bestedingsdoel van de lumpsum is (Ponds et al., 2016)

Er bestaat een uitruileffect bij het aflossen van de eigenwoningsschuld met een lumpsum. De verlaging van de schuld leidt mogelijk tot een grotere erfenis, maar ook tot een lager pensioen. Als mensen geen motief hebben om een erfenis na te laten, dan kan het vanuit economisch oogpunt juist aantrekkelijk zijn om de waarde van de eigen woning te verzilveren door het eigen huis 'op te eten' tijdens pensionering. Het aflossen van de hypotheek met pensioengeld doet feitelijk het tegenovergestelde.

Het aflossen van een schuld kan wel aantrekkelijk zijn wanneer het gaat om een hypotheeklening met een hoge rente, een duur consumptief krediet of een creditcard-schuld.

Zorgvuldige waardebeoordeling nodig

Bij premieovereenkomsten kan een lumpsum relatief eenvoudig worden gerealiseerd omdat deze uit een eigen pensioenpot komt. In uitkeringsovereenkomsten moet eerst bepaald worden wat de waarde is van het individuele pensioenvermogen om daarvan een lumpsum op te kunnen nemen. Uitgangspunt zou moeten zijn dat de lumpsum geen voordelige of nadelige gevolgen heeft voor het individu of het collectief in het pensioenfonds. Als er bij een te lage dekkinggraad wordt uitgekeerd, terwijl er uiteindelijk kortingen nodig zijn voor herstel, kunnen de 'verloren' gegane aanspraken op pensioen door vervroegde uitkering niet meer gekort worden. Dit kan leiden tot herverdelings-effecten en daarmee tot langzamer herstel.

Als beleidsmakers kiezen voor aansluiting op bestaande wettelijke regels voor waardebeoordeling bij onder andere de afkoop van een klein pensioen, of individuele en collectieve waardeoverdrachten, dan is het wel de vraag of deze regels genoeg recht doen aan bovengenoemd uitgangspunt. Er moeten sowieso keuzes gemaakt worden tussen de wettelijke vereisten voor de waardebeoordeling bij deze regelingen. De vereisten zijn per regeling verschillend; zo worden er andere disconteringsvoeten voorgeschreven.

Daarnaast houden de waardebeoordelingen rekening met verschillen in levensverwachting tussen mannen en vrouwen, maar niet tussen hoogopgeleiden en laagopgeleiden of in de gezondheid van de deelnemers. Er is een risico dat deelnemers zich (deels) onttrekken aan het solidariteitsbeginsel, bijvoorbeeld omdat deelnemers met een korte levensverwachting vaker gebruikmaken van de mogelijkheid om een deel van het pensioengeld naar voren te halen – een ongewenst selectie-effect.

Spijt-aversie

Een ander gedragseffect dat kan optreden, is een verhoogd gebruik als gevolg van 'spijt-aversie'. Deelnemers die geen behoefte hebben aan een eenmalige uitkering, kunnen er tóch voor kiezen om van deze mogelijkheid gebruik te maken, om spijt achteraf te voorkomen als zij het geld op een later moment toch nodig blijken te hebben. De oorzaak is dat de keuzemogelijkheid op één moment is, in plaats van op meerdere momenten.

Vergelijking met bestaande keuzes

Van reeds bestaande keuzemogelijkheden is de keuze voor een lumpsum qua effect op de solidariteit tussen deelnemers met een hoge en een lage levensverwachting gelijkwaardig aan de reeds bestaande keuze voor een hoog-laagpensioen (Mehlkopf et al., 2017). Bij een hoog-laagpensioen ontvangt de deelnemer voor een bepaalde periode een hoger bedrag, gevolgd door een lagere uitkering na het verstrijken van de periode.

Het percentage deelnemers dat voor een hoog-laagpensioen kiest, is in de afgelopen jaren gestaag gestegen. Dit komt onder andere door deelnemers die de periode tot eerste AOW-uitkering willen overbruggen.

Conclusie

Er lijkt in de politiek brede steun te bestaan voor de introductie van de mogelijkheid van een lumpsum voor deelnemers. Dat komt waarschijnlijk omdat een opname van tien procent een relatief klein percentage is, waardoor de potentiële nadelen ook relatief beperkt zijn. Er zijn echter wel aandachtspunten die beleidsmakers en deelnemers in eerste instantie wellicht niet scherp op het netvlies hebben. Zo is het gebruiken van een lumpsum voor de aflossing van de eigen woning niet voor iedereen gunstig vanuit fiscaal oogpunt en vanuit het perspectief van besteedbaar inkomen. Zowel zorgvuldige communicatie over de lumpsum als de wijze waarop de keuze ervoor wordt voorgelegd is daarom van belang.

Literatuur

- AFM (2018) *Keuzevrijheid en maatwerk bij pensioeninleg*. AFM Onderzoek, september.
- Cruisjes, C. van der, en N. Jonker (2017) *Verwachte uitgaven en onzekerheid beïnvloeden pensioenvoorkeuren*. ESB, 102(4750), 257–259.
- Folmer, K., M. Lever, E. Ponds et al. (2018) *Effecten van meer keuzevrijheid bij pensioenuitkering*. CPB Achtergronddocument, 17 september.
- Mehlkopf, R., C. van Ewijk, S. van den Bleeken en C. Hoet (2017) *De waarde van maatwerk in pensioenen*. Netspar Brief, 08.
- Ponds, E., O. Steenbeek en J. Vonken (2016) *Pensioen, keuze en de rol van de pensioenprofessional*. Netspar Academic Series, DP 04/2016-021.
- Prast, H. (2017) *De psychologie van pensioenkeuzes*. Netspar Brief, 10.
- Rooij, M.C.J. van, A. Lusardi en R.J.M. Alessie (2012) *Financial literacy, retirement planning, and household wealth*. *The Economic Journal*, 122(560), 449–478.
- Willemsen, M. en N. Kortleve (2016) *Eenmalige pensioenuitkering voorziet in behoefte*. ESB, 101(4734), 347–349.



De Formule voor Pensioen- Geluk!

Trust Stabiliteit en voorspelbaarheid van een pensioenstelsel en pensioenvoorziening leiden tot vertrouwen. Eventuele veranderingen daadkrachtig doorvoeren, tijdig communiceren aan betrokkenen en de impact daarvan op het niveau van de deelnemer toelichten zijn van belang. Voldoen aan de verwachtingen van betrokkenen is een kernelement.

Ownership Pensioendeelnemers die eigen verantwoordelijkheid voor en controle over hun pensioenvoorziening hebben zijn gelukkiger. Als mensen zelf verantwoordelijkheid voelen verdiepen zij zich meer in de pensioenvoorziening. Eenvoud en begrijpelijkheid zijn daartoe noodzakelijk. Indien deelnemers zelf keuzes kunnen maken voelen ze zich zekerder. Ook al maken ze daar eventueel weinig gebruik van. Maatwerk door flexibiliteit voelt goed en biedt handelingsperspectief.

Preparedness Voldoende pensioenspaartegoeden en het goed zicht daarop hebben zijn cruciaal voor gereedheid voor pensionering en tevredenheid met de pensioenuitkering. Tijdig en voldoende sparen in de werkzame jaren is essentieel, zodat een voldoende hoge pensioenuitkering kan volgen. Maar daarnaast zijn ook goed inzicht in de reeds opgebouwde pensioenen, (web)tools en advies om een inschatting te kunnen maken over de financiële toereikendheid en eventuele tijdige bijsturing van belang.

Kraak de code van de PensioenGeluk formule voor uw deelnemers op: SSGA.com/PensioenGeluk

Marketing communication. For public use.

Investing involves risk including the risk of loss of principal.

© 2019 State Street Corporation. All Rights Reserved.

2536551.2.1.EMEA.INST. Exp. Date 15 May 2020.

Bij het uitwerken van het pensioenakkoord kunnen we leren van het buitenland

Terwijl Nederland bekendstaat als gidsland op het gebied van pensioenen, hebben deelnemers hier aanzienlijk minder vertrouwen en pensioengeluk dan in het buitenland. Wat kunnen we leren van andere landen, en in het bijzonder van het Verenigd Koninkrijk, waar het vertrouwen in het pensioenstelsel hoger is?

IN HET KORT

- Door eerlijke en eenduidige communicatie over de pensioenherformingen kan het vertrouwen in het stelsel worden vergroot.
- Meer eigen verantwoordelijkheid en controle over de eigen pensioenvoorziening draagt bij aan het deelnemersgeluk.
- Ook beter inzicht in pensioenspaartegoeden en de verwachte uitkering heeft een positief effect op het deelnemersgeluk.

JACQUELINE LOMMEN

Pensioenstrateeg bij State Street Global Advisors

Nederland is voor velen internationaal een van de gidslanden op pensioengebied. Elementen uit ons stelsel en pensioencontract, die voor ons al decennialang gemeengoed zijn en hun vruchten hebben afgeworpen, worden thans in andere landen ingevoerd of bestudeerd (kader 1).

Een recent onderzoek onder circa 10.000 pensioendeelnemers (actieven en gepensioneerd), in acht landen verspreid over de wereld laat echter zien dat het met het vertrouwen en deelnemersgeluk in Nederland relatief slecht gesteld is (State Street Global Advisors, 2018). De Nederlanders hebben, in vergelijking met de andere onderzochte landen, bovenmatig sombere verwachtingen over hun pensioenuitkering, zijn onzeker en voelen zich niet goed financieel voorbereid op hun pensionering. Huidige gepensioneerd maken zich relatief veel zorgen. Nederlanders geven daarnaast aan weinig kennis en inzicht te hebben in hun pensioenvoorziening, de keuzemogelijkheden, reeds ingelegde premies en tot dusverre opgebouwde pensioenen. Ze voelen zichzelf aanzienlijk minder verantwoordelijk voor hun eigen financiële oudedag dan deelnemers in andere landen.

Deze uitkomsten zijn niet geheel verrassend. Ze sluiten aan bij wat we al langer waarnemen in de Nederlandse pensioensector. De belangrijkste bevinding van het onderzoek is echter dat we daarin zo afwijken van andere landen. Tevens is het pijnlijk om te zien dat dit gebeurt te midden

van ons zo goed ontwikkelde pensioenstelsel. Het onderzoek legt nogmaals bloot dat zoveel Nederlanders, zowel jong als oud en zowel werkend als gepensioneerd, over hun pensioen frequente zorgen en veel onrustgevoelens hebben.

Lessen uit het buitenland

In het algemeen valt in andere landen vooral de grotere focus op de deelnemer op. Anders dan in Nederland, is in veel landen pensioenopbouw van oudsher niet verplicht. Tevens wordt de premie-inleg vaak geheel door de deelnemer zelf bepaald en betaald. Er zijn daar meer keuzemogelijkheden binnen het pensioencontract en de keuze voor de pensioenuitvoerder ligt in diverse landen bij de deelnemer. Dat alles draagt ertoe bij dat in het buitenland van oudsher meer aandacht is voor het creëren van vertrouwen in het pensioenstelsel en in pensioeninstellingen. Uitlegbaarheid, transparantie, communicatie, inzicht bieden, maatwerk en advies zijn daardoor in het algemeen meer geëvolueerd dan in Nederland.

Nederland pensioengidsland

KADER 1

Verschillende elementen uit het Nederlandse pensioenstelsel zijn internationaal gezien vrij uniek. Het eerste is het grotendeels *verplichtende karakter* van pensioensparen om op deze wijze voor meer werkenden een financiële oudedagsvoorziening op te bouwen, naast het staatspensioen (AOW). Het tweede is het stimuleren (en deels verplicht stellen) van een *hoge premie-inleg*, (grotendeels betaald door werkgevers. Het derde is de verplichting om het tweedepijlerpensioen *levenslang uit te keren*, zodat deelnemers hun hele leven verzekerd zijn van een inkomen en hun pensioenbesparingen niet kunnen 'opruken'. Het vierde is het feit dat bij een vroeg overlijden van deelnemers de eventuele *resterende middelen* verplicht terugvloeien naar andere deelnemers, in plaats van naar de erfgenamen, om op deze wijze de betaalbaarheid en hoogte van de verwachte pensioenuitkering van allen te vergroten. Het vijfde is de algemeen gangbare werkwijze om, naast het oudedagspensioen, tevens het *nabestaandenpensioen en arbeidsongeschiktheidspensioen* onderdeel te maken van de pensioenvoorziening. Het zesde unieke element is de *consolidatie* van pensioenregelingen en -fondsen via onder andere bedrijfstakpensioenfondsen, algemene pensioenfondsen (APF's) en premiepensioeninstellingen (PPI's) om zo onder meer schaalvoordelen en professionaliteit in het bestuur te bevorderen. En tot slot is er het pensioenregister, waarin we de deelnemers inzicht bieden door alle bestaande pensioenspaartegoeden bijeen te brengen op een *digitaal platform*, vergezeld van een inschatting van de verwachte toekomstige pensioenuitkering.

De formule voor pensioengeluk

In het deelnemersonderzoek zijn niet alleen landen met elkaar vergeleken, maar is er ook geanalyseerd hoe het pensioengeluk van de deelnemers tot stand komt. Het lijkt daarbij een samenspel van drie aspecten te zijn: vertrouwen in het pensioenstelsel, eigen verantwoordelijkheidsgevoel wat betreft de pensioenvoorziening en voldoende sparen, en een goed inzicht in de verwachte pensioenuitkering.

Nu het pensioenakkoord tot stand is gekomen, kunnen we ook in Nederland diverse elementen uit deze pensioengelukformule versterken. In het buitenland zijn er reeds ervaringen opgedaan en best practices van toepassing waar Nederland van kan leren. Voorbeelden uit het Verenigd Koninkrijk (VK) zijn daarbij in het bijzonder nuttig. Het pensioengeluk is in het VK groter dan in Nederland. Daarnaast lijkt dit pensioenstelsel verreweg het meeste op het onze, maar loopt het wat betreft de stelselherziening enkele jaren op Nederland vooruit.

In andere landen valt vooral de grotere focus op de deelnemer op

Vertrouwen in het pensioenstelsel

De stabiliteit en voorspelbaarheid van het pensioenstelsel, de pensioeninstellingen die daarbinnen opereren en de eigen voorziening, leidt tot vertrouwen. Voldoen aan de verwachtingen van betrokkenen is een kernelement. Daarbij is het van belang om eventuele veranderingen daadkrachtig door te voeren, en daarover tijdig en in openheid met betrokkenen te communiceren, en de impact daarvan voor de individuele deelnemer toe te lichten.

Communicatie en voorlichting

Een van de belangrijkste lessen uit het VK om het vertrouwen te vergroten, betreft het communiceren met de deelnemers over pensioenhervormingen. De overstap op variabel pensioen, zowel gedurende de opbouwfase als voor de uitkeringsvorm, wordt begrijpelijkerwijze niet door iedereen met open armen ontvangen. De Britse ervaring heeft geleerd dat een eerlijke boodschap het devies is om draagvlak te creëren. Dat betekent eerlijk vertellen dat de nieuwe premieregeling niet per definitie beter is, maar wel toekomstbestendiger. *'It's a necessity!'* Veel Nederlandse pensioenfondsen (maar niet allemaal) voldoen al jaren niet aan de wettelijke solvabiliteitseisen, en herstel hiervan is een uitdaging. Daarnaast zijn bij veel fondsen de huidige *defined benefit*- en *collective defined contribution*-uitkeringsregelingen de facto al langere tijd variabel van karakter. Om de tering naar de nering te zetten worden tegenwoordig het opbouwpercentage, de reeds opgebouwde rechten, de indexatie en eventueel de nominale uitkeringen geregeld bijgesteld. De nieuwe variabele-premieregelingen lossen deze structurele uitdagingen op, en zijn noodzakelijk om

de vicieuze cirkel van *'overpromise/underdeliver'* om te zetten in *'underpromise/overdeliver'*. Echter, de financiële pensioenrisico's verschuiven daarmee – nog verder dan nu al het geval is – van de werkgever en de pensioeninstelling naar de deelnemers als groep. Dit alles moet oprecht aan deelnemers verteld worden, om later nog meer teleurstellingen en wantrouwen te voorkomen.

Eerlijk en open communiceren houdt tevens in dat de positieve aspecten van de nieuwe premieregelingen vaker en beter voor het voetlicht worden gebracht. Deelnemers krijgen immers ook iets tastbaars terug. Daarnaast is het belangrijk om zowel werknemers als werkgevers tijdig te informeren, met een eenduidige boodschap. Oneigenlijke framing door specifieke belangengroepen moet zo veel mogelijk worden vermeden.

In het VK is er tegen deze achtergrond gekozen voor een nationale voorlichtingscampagne over de pensioenhervorming. Zie de Britse initiatieven rondom de invoering van de pensioenplicht via *auto-enrolment* (Workplace pensions, 2019; DWP, 2015) Deze laatste is opgezet door de overheid, in samenwerking met andere partijen. De aanpak, inhoud en opgedane praktijkervaring hier biedt wellicht aanknopingspunten voor een soortgelijk initiatief in Nederland.

Eigen verantwoordelijkheidsgevoel

Pensioendeelnemers die (een gevoel van) eigen verantwoordelijkheid voor en controle over hun pensioenvoorziening hebben, zijn gelukkiger. Als mensen zichzelf verantwoordelijk voelen, verdiepen zij zich meer in de pensioenvoorziening. Eenvoud en begrijpelijkheid zijn daartoe noodzakelijk. Indien deelnemers zelf keuzes kunnen maken, voelen zij zich zekerder – ook al maken ze daar eventueel weinig gebruik van.

Langer doorwerken en parttime-pensionering

Een voorbeeld wat betreft het verbeteren van de eigen controle van deelnemers zijn de nieuwe Britse pensioencontracten met een beschikbarepremieregeling die actief inspelen op parttime-pensionering. Daarmee komen ze tegemoet aan de behoeften van de groeiende groep actieve ouderen tussen 55–80 jaar. Pensionering is geen momentopname meer, maar wordt een geleidelijk proces. Meer maatwerk is hierbij mogelijk.

Door het toepassen van persoonlijke pensioenrekeningen (het best vergelijkbaar met de Nederlandse persoonlijke variant van de premieregeling) kunnen deelnemers meer eigen keuzes maken. Het betreft de ingangsdatum van de pensioneringsfase, en vooral voor welk deel en voor hoe lang ze nog willen doorwerken. Ook de hoogte van de pensioenuitkering kan vrijelijk variëren in de tijd (via *flexible drawdowns*). Als op hogere leeftijd de bestedingsbehoefte afneemt, bijvoorbeeld op een leeftijd van tachtig jaar, wordt de flexibele uitkering vervangen door een levenslange gegarandeerde vaste uitkering, verstrekt door een verzekeraar. Dat biedt gemoedsrust en dekt het langlevensrisico af. Deze uitgestelde annuïteit is al op de pensioendatum aangekocht met een deel van het pensioenspaartegoed, en vormt een integraal onderdeel van de pensioenuitkering.



Maatwerk in beleggen

Aan de beleggingskant wordt in het VK, en in veel andere landen zoals de Verenigde Staten en Australië, al vele jaren gewerkt met lifecycle-beleggen. Het beleggingsbeleid wordt op het risicoprofiel van de deelnemer geijkt, in plaats van een standaard-asset-allocation toe te passen voor het gehele deelnemersbestand. Veelal gebeurt dit via institutionele, kostenefficiënte *target date funds* ('TDF's'). Deze worden als default-oplossing aan deelnemers aangeboden en zijn samengesteld door de vermogensbeheerder, de fiduciair manager of het pensioenfonds zelf.

De operationele uitvoering van de persoonlijke pensioenrekeningen, extra keuzemogelijkheden en het lifecycle-beleggen zijn gemeengoed in het buitenland. De ICT-systemen zijn al ver doorontwikkeld. Nederland kan daarvan leren en profiteren door deze operationele systemen te gebruiken, zonder zelf de aanloopkosten en investeringen te hoeven financieren en zonder rekening te hoeven houden met een lange ontwikkeltijd.

Voldoende sparen en inzicht in uitkering

Het is cruciaal om voldoende pensioenspaartegoeden op te bouwen, en vooral om daarop goed zicht te hebben. Zowel tijdens de werkzame periode – ter geruststelling en om tijdig te kunnen bijsturen waar nodig – als wat betreft de tevredenheid met de pensionering en uiteindelijke pensioenuitkering tijdens de oudedag. Dit inzicht krijgt men bijvoorbeeld door goede communicatie, beschikbaarheid van (web)tools voor planning en toegang tot betaalbaar advies.

Inzicht via fintech

Voor het verbeteren van het inzicht in het pensioensparen kunnen we leren van fintech-toepassingen in het buitenland. Premiereregelingen bieden meer mogelijkheden om deelnemers, via elektronische kanalen en op elk gewenst moment, inzicht te bieden in hun reeds opgebouwde pensioenspaartegoeden, maandelijks ingelegde premies, verwachte pensioenuitkering en keuzemogelijkheden. Ze verschaffen daardoor tevens meer handelingsperspectief.

Het Britse Pensionbee is een interessant voorbeeld. Pensionbee is een volledig digitaal, *private sector*-pensioenfonds dat tweedepijlerpremiereregelingen beheert. Het fonds biedt onder meer een app-toepassing. Deze wordt tevens toegankelijk gemaakt via de reeds door de deelnemer gebruikte app voor mobiel bankieren. Gezien de positieve reacties van deelnemers biedt deze laagdrempelige en gebruikersvriendelijke manier van communiceren hun het vertrouwen waarnaar ze zoeken, en een bevestiging dat ze op de juiste weg zijn naar een financieel gezond pensioen. Wellicht kunnen we in Nederland, via een gezamenlijk initiatief in de sector, en eventueel voortbordurend op het pensioenregister en de digitale platforms van de banken, deze vorm van meer inzicht voor deelnemers eveneens realiseren.

Deelnemersadvies

Een laatste les uit het buitenland is het aanbod van advies, daar waar er in Nederland een vacuüm lijkt te zijn ontstaan als het gaat om deelnemersadvies voor het tweedepijlerpensioen. Zeker nu het pensioen al vele jaren aan het

versoberen is, de risico's steeds meer verschuiven naar de deelnemers en de keuzemogelijkheden toenemen, is goed advies onontbeerlijk.

In het eerder genoemde internationale deelnemersonderzoek geven Nederlandse deelnemers aan – anders dan in andere landen – niet of nauwelijks voor advies te willen betalen en zich ook niet primair verantwoordelijk te voelen om advies in te winnen. Pensioenfondsen en -instellingen en werkgevers zijn tegelijkertijd terughoudend vanwege de kosten en de juridische aansprakelijkheid die samenhangen met het advies geven.

In het VK is er pijnlijke praktijkervaring opgedaan met een adviesvacuüm in het tweedepijlerpensioen, en men weet inmiddels te voorkomen dat partijen op grote schaal oneigenlijk gebruikmaken van dit vacuüm via *pension mis-selling* en *pension scams*. De Britse overheid heeft daarom Pension Wise in het leven geroepen. Dit is een overheidsorganisatie die sociale partners, pensioeninstellingen en deelnemers ondersteunt bij het uitleggen van de keuzemogelijkheden. Pension Wise beheert een toegankelijke website, en biedt daarnaast de deelnemers kosteloze en onafhankelijke begeleiding: langs elektronische weg, telefonisch of via persoonlijke, fysieke afspraken. Als onderdeel van het pensioenakkoord zou een soortgelijk initiatief in Nederland kunnen worden opgestart om het vacuüm vroegtijdig te vullen, en zo te helpen om de tevredenheid en het vertrouwen van de deelnemers te vergroten.

Conclusie

Nederland is op veel pensioenterreinen een gidsland waar anderen met afgunst naar kijken. Gezien het lage deelnemersgeluk kunnen we echter ook het nodige van het buitenland leren en 'importeren'. Vooral voor wat betreft de focus op de deelnemers, het vergroten van het pensioengeluk en het vertrouwen in ons pensioenstelsel.

Het pensioenakkoord biedt oplossingen voor enkele structurele uitdagingen in onze sector. Daarnaast biedt het nieuwe aanknopingspunten om actief in te springen op veranderende behoeften in de arbeidsmarkt en trends in de samenleving. We kunnen daarbij gebruikmaken van bestaande kennis, ervaring en operationele systemen uit het buitenland, en daarmee voorkomen dat we het wiel willen heruitvinden.

Literatuur

DWP (2015) *Workie says: 'Don't ignore the workplace pension'*. Department for Work and Pensions, 21 oktober. Persbericht te vinden op www.gov.uk.

State Street Global Advisors (2018) *Global retirement reality report: Netherlands snapshot*. Tekst te vinden op ssga.com.

Workplacepensions (2019) *Get to know your pension*. Tekst te vinden op workplacepensions.gov.uk.

Colofon

Economisch Statistische Berichten (ESB) signaleert nieuwe ontwikkelingen in de economische wetenschap. Daarnaast worden in ESB economische inzichten toegepast om beleidsrelevante aanbevelingen te doen voor de overheid, maatschappelijke instellingen en bedrijven. Ook analyseert ESB de belangrijkste ontwikkelingen in de Nederlandse economie. Artikelen in ESB verschijnen op persoonlijke titel.

Redactie
Jasper Lukkezen (hoofdredacteur), Robert Kleinknecht, Yrla van de Ven, Sarah van Hugte, Karin Merkus, Paul Metzmakers en Paul van Kempen

Redactiemedewerkers:
Leonie Ernst en Elisa de Weerd
Tekstredactie: De Twee Hanen v.o.f.
Vormgeving: Jacques van Schie
Uitgever: Mariska van der Westen

Commissie van redactie
H.G. van Dissel (voorzitter), P.H.B.F. Franses, E. de Jong, H.J. de Jong, A. van Witteloostuijn, A.C. Meijdam, H.P. Møllgaard en J. Plantenga

Rechten
ESB is een uitgave van FD Mediagroep. De Koninklijke Vereniging voor de Staatshoudkunde is houder van de merknaam ESB. Afbeeldingen: iStock / Lekkyjustdoit, Redlinevector, CreativeNature.nl, RelaxFoto.de, dennisvdw,

DNY59, AndrewLinscott; Ernst Bode. Strip Van Zanten: Roger Klaassen.

Publiceren
Aanwijzingen voor het aanleveren van kopij vindt u op www.esb.nu/service/publiceren.

Abonneren
U kunt een abonnement online afsluiten op www.esb.nu/service/abonneren.

Adverteren
Neem contact op met Jeannette van Zeijst, 020 592 86 35, jeannette.van.zeijst@fdmediagroep.nl.

Contact
Telefoon redactie: 020 592 87 77
Email redactie: redactie@esb.nu
Telefoon klantenservice: 0800 333 33 34
Email klantenservice: klantenservice@esb.nu
Postadres: Postbus 216, 1000 AE Amsterdam
Bezoekadres: Prins Bernhardplein 173, 1097 BL Amsterdam
Webadres: www.esb.nu
ISSN: 0013-0583

Verschijningsdata ESB:
10 okt., 4 nov. en 19 dec.



Een pensioenakkoord; hoe verder?

De details worden nu uitgewerkt. Op basis van onderzoek helpt en verbindt Netspar met inzicht in:

- Afschaffing doorsneesystematiek
- Persoonlijk pensioenvermogen
- Communicatie, keuze en vertrouwen
- Doorwerken en ZZP
- Partnerpensioen
- En meer...

Kijk mee vooruit

Vind ons kennisdossier pensioenakkoord en de nieuwste wetenschappelijke inzichten over pensioenen en vergrijzing op www.netspar.nl



Meer dan 8.000 economen
ontvangen onze wekelijkse nieuwsbrief
www.esb.nu/aanmelden

Deze speciale uitgave is mede mogelijk gemaakt door

