

## Reactie Cardano op voorontwerp wijziging Pensioenwet

Theo Kocken en Janwillem Engel

5 september 2013

---

### Samenvatting

In het voorontwerp en het bijbehorende Memorie van toelichting worden twee uitersten voorgesteld. De reeds bestaande uitkeringsovereenkomst, ook wel het *nominale contract* genoemd, streeft naar een hoge mate van nominale zekerheid. Het vereist daarom een hoge buffer die de indexatieambitie in gevaar brengt. De onverenigbaarheid van de risicoloze garantie met een risicovolle indexatieambitie leidt tot een beleggingsspagaat en conflicten tussen jong en oud. Het andere contract, de *reële ambitieovereenkomst*, ook vaak aangeduid met het *reële contract*, is naar onze mening in feite een slecht ontworpen defined contribution overeenkomst waarin schokken via aanpassingen in een variabele annuïteit en uitgesmeerd over de tijd worden opgevangen. Gevolg is dat een echte garantie, zeg maar een ondergrens in inkomen, ontbreekt: het pensioeninkomen kan regelmatig en aanzienlijk afnemen. Bovendien heeft dit contract geen sterker reëel karakter dan het nominale contract, integendeel. Het is daarmee onbedoeld misleidend en contraproductief. Dit subjectieve karakter wordt sterk vergoet door het werken met zeer subjectieve parameters, waarbij de kans groot is dat dit door de complexiteit en politiek risico van parameteraanpassingen tot ongewenste herverdeling tussen generaties gaat leiden. Daarmee staat ook de acceptatie door verschillende generaties en de houdbaarheid van het stelsel sterk onder druk.

Onze voorkeur gaat voor de lange termijn uit naar een tussenvariant met een expliciete scheiding tussen harde en zachte rechten. Er is dan sprake van een completer contract waarin een garantie (harde rechten) en risicovolle indexatieambitie kunnen worden verenigd. Tevens kan het harde deel per deelnemer geleidelijk worden verhoogd vanuit het zachte deel. Over het zachte deel wordt geen ruzie meer gemaakt hoe te verdelen: dit wordt collectief beheerd, maar de waarde wordt individueel bijgehouden. Risicodeling kan nog steeds in het harde deel plaatsvinden. Op deze wijze worden de goede elementen van het huidige defined benefit systeem behouden, maar is meer maatgesneden leeftijdsdifferentiatie mogelijk en wordt een einde gemaakt aan decennialang disputen over de pensioenaanspraken in een enkele collectieve pensioenpot.

De oplegbrief aan de Tweede Kamer biedt ruimte om het voorgestelde nominale contract aan te vullen met het aanpassingsmechanisme voor financiële schokken (AFS), zoals dat voor het reële contract is gedefinieerd. Wij vinden dit een stap die absoluut raadzaam is voor de korte termijn, als werkbare oplossing om de periode te overbruggen waarin bovengenoemde tussenvariant verder wordt uitgewerkt.

## Inleiding

Op 12 juli jongstleden heeft het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid het voorontwerp van de wet tot wijziging van de Pensioenwet en de Wet verplichte deelneming in een bedrijfstakpensioenfonds gepubliceerd en de samenleving gevraagd hierop te reageren. Het voorontwerp heeft als doel een nieuw, reëel pensioencontract mogelijk te maken, waarbij schokken op financiële markten en wijzigingen in levensverwachting onvoorwaardelijk, maar geleidelijk in de aanspraken kunnen doorwerken.

Door middel van dit schrijven willen we de reactie van Cardano kenbaar maken. In dit document gaan we allereerst in op het reële en het nominale contract. Vervolgens beschrijven we kort de contouren van een naar onze mening veel beter toepasbare tussenvariant, het combi-contract. Tot slot komen nog enkele overige aandachtspunten aan de orde.

## Het reële contract

Onze reactie samengevat:

- We vinden het ontbreken van elke vorm van garantie in het reële contract een groot gemis, zowel voor het comfort van de deelnemers als voor de disciplinerende werking van een garantie in het beleid. Voor de deelnemers is dit niet wenselijk, dus geen stap vooruit.
- Het gebruik van subjectieve parameters in de waardering van de aanspraken maakt het contract complex en zeer kwetsbaar voor politiek risico en daarmee generationele conflicten. Het is sterk ondermijnend voor de houdbaarheid van het stelsel.
- Het contract leidt niet tot inflatiegevoeligheid van de aanspraken, maar uitsluitend tot een *grotere* gevoeligheid voor de nominale rente. Inflatiegevoeligheid kan niet bereikt worden in een markt die geen enkel inflatiegevoelige beleggingsinstrumenten tot haar beschikking heeft. Ook inflatiegericht sturen is daarmee uitgesloten.
- De toevoeging van een egalisatiereserve leidt tot vermogensoverdracht van ouderen naar jongeren en tot een incompleet en asymmetrisch contract, omdat niet vooraf is vastgesteld aan wie deze reserve toebehoort. Gebrek aan eigenaarschap leidt tot nog meer spanningen en afbreuk aan houdbaarheid. Asymmetrie leidt tot herverdeling van vermogen bij aanpassing van beleggingsbeleid.

In het reële contract worden aanspraken weliswaar altijd jaarlijks gecorrigeerd voor de inflatie, maar wordt tevens een korting op de aanspraken toegepast zodra de dekkingsgraad lager is dan 101%. Er bestaat daarom geen zekerheid voor de deelnemers over de (minimale) hoogte van de huidige en toekomstige pensioenuitkeringen. De claim dat er een inflatiebestendig pensioen wordt opgebouwd is misleidend. Een hogere inflatie en negatieve aandelenmarkt zal zowel nominale als reële kortingen impliceren. De risicovolle beleggingen kunnen nu eenmaal op geen enkele wijze een garantie geven dat ze de inflatie volgen. Periodes van exploderende inflatie laten eerder het tegendeel zien.

Bij het ontbreken van een markt voor Nederlandse inflatie wordt de disconteringscurve van het reële contract gebaseerd op een subjectieve inflatieverwachting. Bovendien bevat de disconteringscurve anders subjectieve elementen zoals de ultimate forward rate en een totaal niet serieus te schatten verwachte risicopremie. Dit vergroot de complexiteit van het contract enorm en, nog relevanter voor de houdbaarheid, deze parameters kunnen en zullen altijd speelbal worden van politieke discussies. Ook leidt aanpassing van de parameters tot het risico van grote instantane waardeoverdracht tussen generaties. Het rommelen aan combinaties van verwachte inflatie en risicopremie kan vele tientallen procenten waardeoverdracht realiseren. Dit zijn geen fine-tune issues, maar tast de houdbaarheid van het stelsel sterk aan.

Het 'reële' contract is hierdoor in feite niet meer dan een matig opgezette DC-regeling met uitsmeren van tekorten en overschotten als onvoldoende aan lifecycle aansluitende leeftijdsdifferentiatie, op basis van een subjectieve en complexe waarderingmethode die sterk afwijkt van de economische realiteit. Het ontbreken van een garantie of ondergrens in euro's gaat voorbij aan het feit dat mensen garanties waardevol vinden.<sup>1</sup> Bovendien verdwijnt de disciplinerende werking van een garantie. De introductie van het heeft laten zien dat regelgeving, tot op zekere hoogte, kan stimuleren een geboden garantie te bewaken. Veel fondsen hadden er zonder deze regelgeving nu nog veel slechter voorgestaan. Met dit contract verdwijnt die stimulans volledig.

Inflatiebescherming is met de momenteel beschikbare instrumenten niet waar te maken en daarmee is het reële contract per saldo niet reëel stuurbaar. Daarmee is er niet meer reële ambitie dan in ieder ander contract dat de ruimte biedt voldoende risico te nemen. Dit wordt geïllustreerd in het artikel '*Weinig verschil tussen nominaal en reëel*'<sup>2</sup>. Ook motiveert het reële contract niet om anders te gaan beleggen: het basisrisico met de regelgevingscurve is zeer groot, ook omdat reële rente niet meetbaar is. Paradoxaal impliceert die curve daardoor geen inflatie- of reëel renterisico, maar enkel een nominaal renterisico, dat zelfs aanzienlijk groter is dan in het nominale contract. Dit onderstreept hoe artificieel de constructie van de regelgevingscurve is. Maar die artificiële regelgevingscurve is het logische gevolg van de afwezigheid van een inflatiemarkt dat botst met een reëel contract. Bovendien bestaat hierdoor het risico van overhedging van het economische renterisico.

---

<sup>1</sup> Zie bijvoorbeeld het rapport van De Nederlandse Bank (2010): '*Naar nieuwe pensioencontracten: Wat zijn de voorkeuren van deelnemers?*', bijlage Pensioenvoorkeuren, december 2010.

<sup>2</sup> '*Weinig verschil tussen nominaal en reëel*', Kees Bouwman, Theo Kocken en Bart Oldenkamp, IPNederland Magazine, juni-juli 2013.

Het 'reële' contract geeft de mogelijkheid tot gebruik van een egalisatiereserve. Deze reserve kan worden gebruikt om meevallers opzij te zetten voor de toekomst. De opbouw van deze buffer is zelfs verplicht indien de verwerking van een financiële meevaller in de aanspraken de fiscale begrenzing overschrijdt. Deze buffer is een buffer zonder eigenaar die buiten de beleidsdekkingsgraad blijft. Het maakt het contract asymmetrisch, omdat negatieve schokken direct worden verwerkt in individuele aanspraken, maar positieve schokken in een niet toegekende buffer worden gestopt. Het leidt ook

tot vermogensoverdracht van ouderen naar jongeren. De egalisatiereserve maakt het contract al met al nog complexer en incompleet.

Ten overvloede wordt vermeld dat het invaren van bestaande aanspraken naar het nieuwe reële contract kan leiden tot grote complicaties zoals intergenerationele vermogensoverdracht en juridische risico's.

## Het nominale contract

Onze reactie samengevat:

- Het verhoogde zekerheidsniveau in het nominale contract is een logisch gevolg van de geboden garantie, maar beperkt de indexatieambitie nog verder.
- Het toepassen van het aanpassingsmechanisme voor financiële schokken als ultimatum remedium, gecombineerd met een verlaagd zekerheidsniveau, is een eerste stap naar een robuuste tussenvariant tussen het nominale en het reële contract. Beter geformuleerd, tussen het volledig harde en volledig zachte contract. Het is geen ideale variant – het balanceert tussen teveel beloven in het reële contract en een duidelijke harde ondergrens in het nominale contract – maar deze stap niet introduceren levert teveel asymmetrie op en enorme schokken voor gepensioneerden. Het valt te overwegen het AFS te vervangen door een staffel om de complexiteit te verlagen.
- Het waarden van de aanspraken in het nominale contract met de nominale swapcurve levert hoge rente-gevoeligheid op, maar minder dan in het reële contract. Uiteindelijk moet zo snel mogelijk naar een contract worden gewerkt waar de zachte rechten geen rentegevoeligheid hebben (jongeren willen het renterisico in verband met toekomstige inkoop van annuïteiten niet direct en zeker niet volledig afdekken) en de harde rechten wel.

Het nadeel van het huidige contract is het spanningsveld tussen een hoge mate van zekerheid van de nominale aanspraken en de ambitie om de aanspraken te corrigeren voor inflatie. Voor de indexatieambitie is risico nemen vereist terwijl de geboden garantie juist zo min mogelijk risico impliceert. In de gepresenteerde vorm van het nominale contract wordt deze onverenigbaarheid alleen maar versterkt door het verder verhoogde zekerheidsniveau dat van de nominale aanspraken wordt vereist. De hieruit voortkomende beleggingsspagaat compliceert het balansbeheer en resulteert in conflicten tussen jong en oud. De risico's die fondsen kunnen nemen in het beleggingsbeleid om op de lange termijn een hoger rendement te behalen, zijn minder dan wat het risicoprofiel van de jongeren toestaat. Het feit dat de dekkingsgraden op dit moment nog overwegend laag zijn versterkt deze gevolgen alleen maar.

De mogelijkheid tot het ook in het nominale contract toepassen van een aanpassingsmechanisme voor schokken als ultimum remedium is een verfijning die ruimte biedt om aan bovengenoemde spagaat tegemoet te komen als het samengaat met een lager zekerheidsniveau. Het biedt fondsen dan meer ruimte voor het behalen van rendement door het nemen van beleggingsrisico's. Het verkleint de asymmetrie tussen het snel en abrupt (aan het einde van de herstelperiode) korten van nominale aanspraken in slechte scenario's en het indexeren ervan in betere tijden. Daarmee wordt het contract ook redelijker voor oudere deelnemers.<sup>3</sup>

Naar onze mening biedt deze uitbreiding echter vooral een tijdelijke oplossing waarmee tijd wordt gewonnen voor een verdere uitwerking van een robuustere tussenvariant tussen het nominale en het reële contract.

## Overige algemene opmerkingen en aandachtspunten

- Na eventueel benodigde kortingen volgens het huidige herstelplan hoeft er als gevolg van eventuele nieuwe schokken die in 2014 plaatsvinden niet direct gekort te worden. Die tekorten worden in het nieuwe contract verwerkt. Wij vinden geheel niet korten indien er toch grote dekkingsgraadtekorten zijn onwenselijk omdat – zeker bij een grote schok – een specifieke groep deelnemers, de jongeren, wordt benadeeld. Het lijkt verstandiger een AFS-achtige benadering te kiezen om niet het vertrouwen van jongeren kwijt te raken zonder ouderen te hard te raken.
- Het gebruik van rentemiddeling of verwachte rendementen is niet langer toegestaan in de premiestelling en de premie moet kostendekkend zijn. De premie wordt voor maximaal drie jaar (nominaal) of maximaal vijf jaar (reëel) vastgesteld. Eventuele aanpassingen na afloop van de vaste periode mogen weer over enkele jaren worden uitgesmeerd. Wij vinden het niet langer toestaan van het gebruik van rentemiddeling of verwachte rendementen een positieve ontwikkeling, omdat het leidt tot een meer kostendekkende premie. Het niet meer over een

---

<sup>3</sup> Voor een toelichting hierop verwijzen we naar het working paper 'Generatie-effecten als gevolg van afstempelen', door Theo Kocken, Bart Oldenkamp, Joeri Potters en Robin Zeeman, zie [http://www.cardano.com/cms/upload/20130412\\_-\\_0718011320\\_Cardano\\_20130412\\_generatie-effecten\\_red\\_13-04-154\\_\(1\).pdf](http://www.cardano.com/cms/upload/20130412_-_0718011320_Cardano_20130412_generatie-effecten_red_13-04-154_(1).pdf)

lange periode uitsmeren van premieveranderingen zou tot nog betere kostendekking leiden en vinden wij daarmee als toekomstige vervolgstap wenselijk.

- We onderschrijven de invoering van de twaalfmaands dekkingsgraadmiddeling ter vervanging van de huidige driemaands rentemiddeling. Het zorgt ervoor dat beide kanten van de balans consistent met elkaar gewaardeerd worden. Hiermee worden economisch irrationele kortingen die de huidige driemaands rentemiddeling tot gevolg kunnen hebben vermeden. Tevens is het een goede maatregel omdat het de afhankelijkheid van dagkoersen vermindert. Middeling over een periode (veel) langer dan twaalf maanden leidt meer en meer tot waardeoverdrachten tussen generaties en is daarom onwenselijk.

### **Lange termijn: het Combi-contract als tussenvariant tussen geheel hard en geheel zacht**

Onze reactie samengevat:

- Een combi-contract, bestaande uit harde nominale rechten en zachte rechten waaruit over het werkzame en gepensioneerde leven indexatie kan worden toegekend, vormt naar onze mening een lange termijn houdbare tussenvariant tussen het nominale (harde) en het reële (zachte) contract.

Het combi-contract combineert de goede elementen uit het nominale en het reële contract. Het combi-contract is een pensioenontwerp dat een haalbaar en zeker minimum nominaal pensioeninkomen biedt, dat wordt aangevuld met een onzekere indexatie op basis van de rendementen op risicovolle beleggingen. Dit is mogelijk omdat via premie-inleg en geleidelijke allocatie van zachte naar harde rechten een combinatie wordt verschaft van harde nominale rechten en zachte rechten. Het doel van de zachte rechten is om voldoende rendement te genereren en een jaarlijkse indexatie van de harde rechten te realiseren. Er bestaat geen garantie dat de indexatie de inflatie volgt.<sup>4</sup> Het indexatie mechanisme is zo ontworpen dat jaarlijks een 'eerlijk' deel van de zachte rechten wordt omgezet in harde rechten voor zowel actieve deelnemers als gepensioneerden via een generatieneutraal allocatiemechanisme.

Het gevolg is dat er in de opbouwfase grote impliciete leeftijdsdifferentiatie in het risicoprofiel ontstaat: jongeren hebben relatief minder harde rechten dan ouderen, exact passend bij de ratio human capital versus financial capital die mensen over hun levenscyclus ervaren.

<sup>4</sup> Dit kan ook in geen enkel contract bij afwezigheid van voldoende liquide markten voor Nederlandse prijs- en looninflatie. Alleen het nemen van beleggingsrisico kan leiden tot voldoende rendement waarmee inflatie kan worden gecompenseerd, maar er is helaas geen stabiele correlatie tussen rendement op risicovolle beleggingen en inflatie aantoonbaar.

Het combi-contract is op deze manier gebaseerd op het principe van ‘*under-promise*’ en ‘*over-deliver*’: niet meer beloven dan waargemaakt kan worden. Dit uit zich in pensioeninkomen dat niet kan dalen, omdat de harde aanspraken worden beschermd door risicoloze beleggingen in combinatie met een buffer van zachte rechten en korting van de harde aanspraken daardoor niet nodig is. Aanvullend bieden de zachte rechten indexatiepotentieel waardoor de opgebouwde harde rechten oplopen door de tijd. Dit principe maakt de communicatie richting stakeholders transparant en helpt bij het herwinnen van het vertrouwen in het pensioensysteem.

De overgang van het huidige stelsel naar een stelsel met een structureel andere compositie is verre van eenvoudig. De optie van een puur collectief combi-contract lijkt voorbehouden aan sterk cohesieve beroepsgroepen met zeer weinig verloop naar andere beroepen.

Voor een groot deel van de pensioenfondsen lijkt een variant te overwegen waar de zachte rechten individueel worden vastgelegd. Dit komt met name omdat individuele waardebeoordeling van nog niet toegewezen ‘zachte rechten’ in geval van waardeoverdracht naar een ander pensioenfonds een onmogelijke opgave is binnen een collectief. Deze zachte opbouw kan geleidelijk via een vooraf vastgestelde methode worden geconverteerd naar harde rechten, die mogelijk wel collectief blijven. Daarmee worden onvolkomenheden zoals doorsneepremie effecten en leeftijdsdifferentiatiebeperkingen uit het ontwerp gehaald, zonder dat het collectieve karakter geheel verdwijnt.

In het paper ‘*Uitgangspunten en werkwijze van het combi-contract*’<sup>5</sup>, dat als bijlage bij deze reactie is bijgevoegd, worden de contouren van dit combi-contract verder beschreven. Het betreffen vooralsnog contouren van een toekomstig pensioenstelsel, maar met eigenschappen waar veel pensioenspecialisten het over eens zijn dat deze een groot houdbaarheidsgehalte kennen. Deze contouren moeten verder worden uitgewerkt. Zo moeten ook oplossingen worden gezocht voor de overgang naar dit nieuwe contract. Dit zal ook betekenen dat we als sector en politiek door de zure appel heen moeten bijten, door onderwerpen te hervormen zoals doorsneepremie zonder degressieve opbouw en onmogelijkheid van expliciete leeftijdsdifferentiatie. Als daar geen afscheid van wordt genomen en niet zo snel mogelijk gezamenlijk een houdbare oplossing wordt geïntroduceerd, zal de sector langzaam de fondsen sluiten. Deze fondsen zullen – zoals al is gebeurd bij het Shell Pensioenfonds en vele anderen fondsen – parallel nieuwe individuele defined contribution fondsen starten. Dit zal leiden tot een wildgroei aan zeer slecht ontworpen defined contribution constructies, zoals we ook in het Verenigd Koninkrijk in het afgelopen decennium hebben kunnen zien. In die zin staan we voor een cruciale fase in de geschiedenis van het unieke Nederlandse pensioenstelsel. We spreken de wens uit dat er per januari 2015 een tussenoplossing komt met een AFS-achtige aanpassing van het nominale contract en direct nog in 2013 een start wordt gemaakt met ontwerp van een stelsel dat in de jaren daarna (maar hopelijk ver voor 2020) kan worden ingevoerd.

---

<sup>5</sup> Door Theo Kocken, Stefan Lundbergh, Laura Rebel en Sweder van Wijnbergen.

## Uitgangspunten en werkwijze van het combi-contract

**Theo Kocken (VU, Cardano), Stefan Lundbergh (Cardano), Laura Rebel (Cardano), Sweder van Wijnbergen (UvA)**

**3 september 2013**

---

### Samenvatting

Het combi-contract is een pensioenontwerp dat een haalbaar zeker minimum nominaal pensioeninkomen biedt, dat wordt aangevuld met een onzekere indexatie op basis van de rendementen op risicovolle activa. Dit is mogelijk omdat via premie-inleg en allocatie tussen zachte en harde rechten een combinatie wordt verschaft van harde nominale rechten en zachte rechten. Het doel van de zachte rechten is een jaarlijkse indexatie van de harde rechten te realiseren en toch voldoende risico te kunnen nemen. Er bestaat geen garantie dat de indexatie de inflatie volgt. Dit kan ook in geen enkel contract bij afwezigheid van inflatiemarkten. Het indexatie mechanisme is zo ontworpen dat jaarlijkse via een "generatie-neutraal" allocatie mechanisme een deel van de zachte rechten wordt omgezet in harde rechten voor zowel actieve deelnemers als voor gepensioneerden.

Het gevolg is dat er in de opbouwfase grote impliciete leeftijdsdifferentiatie in het risicoprofiel ontstaat: jongeren hebben relatief minder harde rechten dan ouderen, exact passend bij de ratio human capital versus financial capital die mensen over hun levenscyclus ervaren.

Het combi-contract is aldus gebaseerd op het principe van under-promise en over-deliver; niet meer beloven dan waargemaakt kan worden, een niet-dalend pensioeninkomen, het bieden van indexatie potentieel en oplopende harde rechten over de levenscyclus.

Dit principe maakt de communicatie richting stakeholders transparant en helpt bij het herwinnen van het vertrouwen in het pensioensysteem.

De overgang van het huidige stelsel naar een stelsel met een structureel andere compositie is verre van eenvoudig. Maar als het een zeer bestendig contract oplevert met meer leeftijdsdifferentiatie en betere balans tussen een minimum aan pensioen met zekerheid en een laag erbovenop die onzekerder is maar wel indexatie mogelijk maakt, zal die transitie de moeite waard zijn.

Daarbij zijn twee opties voorhanden:

- 1) De optie van een puur collectief combi-contract zoals de Huisartsen, waarbij de zachte rechten in hetzelfde fonds zitten als de harde rechten en de zachte rechten via een generatie-neutrale verdeelsleutel worden gealloceerd naar de harde rechten.
- 2) De optie met zachte rechten apart van de harde rechten, waarbij de zachte rechten individueel worden vastgelegd, inclusief de waarde van die rechten. Deze tweede variant heeft als voordeel dat rechten eenvoudiger kunnen worden meegenomen naar andere pensioenfondsen en er minder discussie is over de verdeling van zachte rechten.



De eerste, puur collectieve variant lijkt voorbehouden aan sterk cohesieve beroepsgroepen binnen beroepspensioenfondsen en ondernemings/bedrijfstakingpensioenfondsen met homogene deelnemersbestanden (specialistische carrières maar wel bij een werkgever). Voor pensioenfondsen met heterogeniteit in beroepen van de deelnemers binnen 1 fonds en met frequente in- en uitstroom van deelnemers lijkt een variant te overwegen waar de zachte rechten individueel worden vastgelegd. Deze zachte individuele opbouw kan geleidelijk via een default worden geconverteerd naar harde rechten (annuïteiten) pool, die mogelijk wel collectief blijft. De zachte opbouw kan door de individuele aard (opgebouwd vermogen in Euro's, geen uitkeringsgarantie) eenvoudig en zonder enige discussie worden meegenomen. Daarmee worden doorsnee-premie effecten, leeftijdsdifferentiatie-beperkingen etc. ook uit het ontwerp gehaald, zonder dat het collectieve karakter geheel verdwijnt. De overgang vereist een secuur en transparant proces.

Dit zijn echter slechts contouren van een toekomstig pensioenstelsel. Dit document richt zich met name op de componenten van een lange termijn houdbaar eindpunt, de ervaringen binnen het Nederlandse (en buitenlandse) pensioenstelsel meenemend, met de uitdaging om, na brede overeenstemming over dit eindpunt, de conversie vorm te geven.

## Achtergrond

Voor deelnemers in een pensioenfonds is het sparen voor pensioen een manier om het inkomen gelijkmatig te verdelen over de levenscyclus; een deel van het huidige inkomen, en daarmee consumptie, wordt bewaard tot na de pensioendatum. Twee zaken zijn vooral belangrijk voor deelnemers in het pensioenfonds: een minimum niveau (zekere mate) van inkomenszekerheid en enig risicodragend kapitaal om te voorkomen dat te weinig rendement, en op termijn inflatie, het pensioen uitholt. Studies wijzen uit dat deelnemers bereid zijn nu een hogere contributie te betalen in ruil voor een zekerder pensioeninkomen later (DNB, 2010)<sup>6</sup>. Maar het is duidelijk dat volledige zekerheid een veel te laag pensioen oplevert. Vanaf 20-jarige leeftijd volledig risicoloos beleggen is daarmee maatschappelijk niet wenselijk. De zekerheid moet dus niet te hoog zijn, om zodoende nog rendement te kunnen genereren, maar wel haalbaar, met name voor deelnemers van hogere leeftijd. Haalbare zekerheid betekent dat de zekerheid nominaal is; er is immers geen markt voor reële Nederlandse vastrentende instrumenten, en zakelijke waarden, zoals aandelen, correleren slechts zeer beperkt met inflatie. Hierdoor is het een uitdaging om tot een pensioenontwerp te komen dat voldoet aan de twee belangrijkste voorwaarden zoals hierboven genoemd. In ieder pensioenontwerp zal een afruil moeten plaatsvinden tussen deze twee criteria, afhankelijk van de middelen beschikbaar in de markt. In de praktijk betekent dit dat een werkbaar pensioenontwerp een combinatie is van twee oplossingen: een minimum nominaal pensioen plus exposure naar (het rendement op) risicovolle activa.

In Nederland bestaat een pensioenoplossing waarin hard nominaal pensioeninkomen wordt aangevuld met een deel collectief risicodragend kapitaal: beroepspensioenfondsen. Als voorbeeld nemen we hier Stichting Pensioenfonds voor de Huisartsen (SPH) dat in 1973 werd opgericht.<sup>7</sup> Huisartsen werken als zelfstandige of in kleine klinieken/huisartsenposten. Gezamenlijk richtten zij een collectieve DC (Defined Contribution) regeling op omdat er geen sponsor/werkgever is om op terug te vallen. Het

---

<sup>6</sup> De Nederlandsche Bank (DNB). 2010. *Naar nieuwe pensioencontracten: Wat zijn de voorkeuren van deelnemers?* Bijlage Pensioenvoorkeuren, december 2010.

<sup>7</sup> Er zijn overigens meer beroepspensioenfondsen met een dergelijk contract. SPH dient als expliciete illustratie.

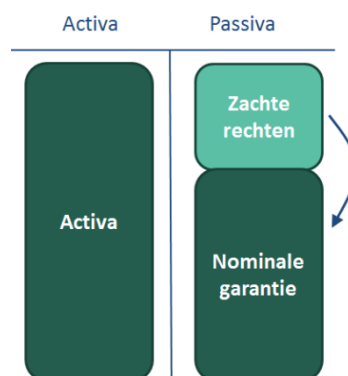
pensioencontract bestaat feitelijk uit harde gegarandeerde pensioeninkomensrechten, zachte voorwaardelijke aanspraken en een generatie-neutraal<sup>8</sup> conversie-mechanisme om zachte aanspraken om te zetten in harde rechten. In de praktijk "koopt" iedere pensioenpremie een beperkte hoeveelheid harde rechten en een stuk zachte rechten. Dit zachte deel heeft een duidelijk doel, namelijk het verschaffen van indexatie (ophoging harde pensioeninkomensrechten) in de toekomst en tevens het leveren van risicocapaciteit om met beleggen voldoende rendement te leveren. Voor actieven betekent deze indexatie dat geleidelijk over de tijd een deel van de (relatief grote hoeveelheid) zachte rechten wordt omgezet in harde rechten en daarmee het aandeel harde rechten toeneemt over de levenscyclus. Voor gepensioneerden betekent indexatie dat het pensioeninkomen groeit met de toegekende indexatie. Een duidelijke vorm van leeftijdsdifferentiaties. Over de tijd worden de zachte rechten dus op consistente wijze verdeeld over de deelnemers in de vorm van additionele harde rechten.

Het huisartsen ontwerp heeft de uitzonderlijke combinatie van een wereldwijde financiële crisis, langdurige rentedaling en toenemende levensverwachting goed doorstaan. Het ontwerp is gestoeld op het principe dat er niet meer beloofd dient te worden dan haalbaar is: onder-promise en over-deliver, wat zeer belangrijk is vanuit psychologisch perspectief. Ook in andere delen van de wereld wordt van dergelijke pensioenontwerpen gebruik gemaakt, zoals TIAA traditional in de VS en traditionele levensverzekeringen aangeboden door verzekeraars in Scandinavië. Beide systemen bestaan al ongeveer een eeuw.

Om een beter inzicht te verkrijgen in hoe het combi-contract in grote lijnen werkt zal hierna een consistent allocatie mechanisme worden uitgelegd (met verdere toelichting in de appendix). Vervolgens wordt het combi-contract samen met het nominale (FTK1) contract en het reële (FTK2) contract geëvalueerd tegen de fundamentele criteria voor een houdbaar pensioenontwerp.

### Hoe werkt het combi-contract?

De term 'combi' refereert aan de combinatie van harde (gegarandeerde) nominale rechten (pensioeninkomensaanspraken) en zachte, voorwaardelijke (risicoabsorberende) rechten. Het combi-contract zoals gepresenteerd in deze paper is slechts een gestileerd voorbeeld van een vorm in een collectief contract en dient ter illustratie van het onderliggende mechanisme.



Figuur 1: Gestileerde balans

<sup>8</sup> Generatie-neutraal: uitgaande van arbitragevrije waardering van de balans wordt grosso modo geen van de generaties in het collectief bevoordeeld/benadeeld ten opzichte van andere generaties in hetzelfde collectief als gevolg van de methode van indexatie toekenning.

Een deel van de pensioenpremie "koopt" een nominale gegarandeerde kasstroom die start op pensioendatum; een nominale uitgestelde lijfrente. Het overige deel van de pensioenpremie is zacht en heeft als doel het mogelijk maken van het genereren van rendement (middels risicovolle activa). Binnen het collectieve combi-contract vormt het collectieve zachte deel (soms de zachte rechten genoemd) een structureel bewust "surplus" dat de functie vervult van vooraf ingekochte buffer met als doel langzaam om te worden gezet in harde rechten. Dit zachte deel zal over de tijd consistent worden verdeeld over alle deelnemers in het fonds. Jaarlijks wordt een deel van de zachte rechten in harde rechten omgezet voor alle deelnemers (actieven en gepensioneerden) in de vorm van een stukje additionele nominale garantie (Figuur 1). Deze additionele garantie kan worden beschouwd als een soort indexatie. Echter er is geen link met de inflatie. Het allocatie mechanisme voor deze additionele garanties is zo vormgegeven dat de dekkingsgraad mean-reverting is. De in het contract vastgestelde verhouding harde rechten versus zachte rechten in de premie (constant in het collectieve combi-contract) is bepalend voor de "evenwichtsdekkingsgraad". Stel dat de totale premie 1.9% van het loon bedraagt, en dat 1.2% hiervan hard is en 0.7% zacht, dan is de dekkingsgraad op  $t=0$  per definitie 160% ( $1.9/1.2$ ). Het allocatie mechanisme is zo vormgegeven dat de dekkingsgraad steeds terug beweegt naar 160%, althans bij voldoende instroom van premie.

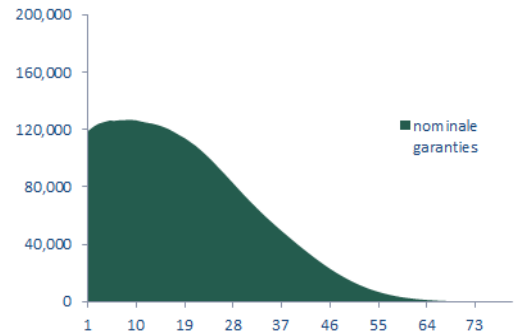
Op de balans van het pensioenfonds bestaan de nominale garanties uit alle geaccumuleerde harde nominale pensioenrechten (gegarandeerde uitgestelde en ingegane annuïteiten). Deze harde rechten vallen onder het strikte FTK1 kader. De zachte rechten vormen het collectieve risicodragende kapitaal ("eigen vermogen") dat kan worden geïnvesteerd in risicovolle activa, met als doel het genereren van rendement. De zachte rechten zijn (in de collectieve variant) nog niet verdeeld over de deelnemers; over de levensduur van het fonds zullen de zachte rechten op consistente wijze worden toegewezen aan de deelnemers in de vormen van hard pensioeninkomen. Jaarlijks wordt een deel van de zachte rechten toegekend aan de deelnemers in de vorm van additioneel pensioeninkomen (gegarandeerde annuïteiten). Dit is dus een conversie van eigen vermogen naar vreemd vermogen; oftewel van zachte rechten naar harde rechten. Oftewel, in meest simpele termen, van risicodragend vermogen naar annuïteiten. Hoe groot dit deel is wordt jaarlijks opnieuw bepaald middels het berekenen van een "allocatie ratio" (AR). Het allocatie percentage is afhankelijk van de actuele dekkingsgraad, de huidige rentestanden en de behaalde rendementen op de risicovolle activa. Voor actieven groeien de harde rechten zowel door het inleggen van premie en (indirect) door het rendement op het zachte deel (via het allocatie mechanisme). Voor gepensioneerden blijven de harde rechten (pensioeninkomen) uiteraard enkel groeien op basis van het rendement op het zachte deel. Dit zachte deel hebben de gepensioneerden gedurende hun opbouwfase ingekocht, waardoor ze de verwachting hebben van (relatief hoge) indexatie gedurende hun pensioenjaren. Dat is extreem belangrijk: er wordt niet, zoals in het oude nominale contract, slechts geïndexeerd indien er een positieve risicopremie wordt gerealiseerd. Zelfs bij matig rendement zal er nog indexatie kunnen plaatsvinden. Slechts bij extreem negatieve scenario's zal indexatie richting 0 dalen. Afstempelen of een andere vorm van reductie van het inkomen is bij deze scenario's echter niet aan de orde binnen het combi-contract.

Het allocatie mechanisme is van essentieel belang om te begrijpen hoe het combi-contract werkt. Om het allocatie mechanisme generatie-neutraal te laten zijn (i.e. om overdrachten tussen de verschillende cohorten in het collectief te voorkomen) moeten beide zijden van de balans op arbitragevrije wijze gewaardeerd worden. Het allocatie percentage wordt zo gekozen dat in theorie, indien dit percentage jaarlijks wordt betaald aan alle deelnemers in het fonds voor de rest van het voortbestaan van het fonds, de dekkingsgraad in verwachting nu 100% zou zijn. De intuïtie hierachter is dat de zachte rechten volledig over alle deelnemers zijn verdeeld precies op het moment dat het fonds gesloten

wordt. Wanneer het allocatie percentage is berekend wordt dit indexatiepercentage slechts eenmalig uitgekeerd in de vorm van additionele harde rechten; de indexatie cyclus wordt jaarlijks herhaald zodat het allocatie percentage steeds de huidige financiële toestand van het fonds representeert.

### Het bepalen van het allocatie percentage in een collectief combi-contract

We veronderstellen een pensioenfonds waarvan de harde rechten overeenkomen met de geaccumuleerde nominale kasstromen zoals weergegeven in Figuur 2. De netto contante waarde van deze kasstromen, verdisconteerd tegen de risicovrije marktrente, is de waarde van de nominale garanties op de balans. Als we uitgaan van een risicovrije rente van 2% representeren de kasstromen in Figuur 2 een waarde van de nominale garanties van 300. Het pensioenfonds heeft activa ter waarde van 480 op de balans. De dekkingsgraad van dit gestileerde fonds is dus 160% (480/300).

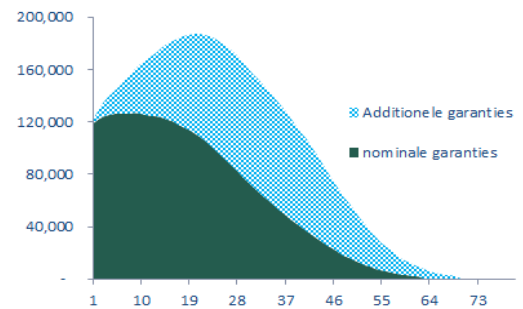


Figuur 2: Toekomstige Nominale Kasstromen

Het allocatie percentage in dit voorbeeld kan worden berekend als de hoeveelheid additionele garanties die de netto contante waarde van de kasstromen zo doen verhogen dat de nominale garanties een waarde van 480 krijgen, wat zal resulteren in een dekkingsgraad van 100%. In vergelijking (1) wordt getoond hoe het allocatie percentage kan worden berekend.

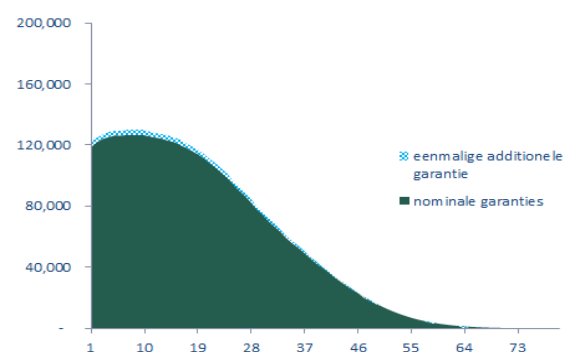
$$\text{Nominale Garantie} = \sum_{i=1}^{T_{eind}} \left( \frac{\text{kasstroom}_i}{(1+r_{\text{risicovrije rente}} - \text{allocatie percentage})^i} \right) \quad (1)$$

Het allocatie percentage in dit voorbeeld is 2.6%. In Figuur 3 worden in blauw de bijbehorende additionele garanties getoond (over de gehele levenscyclus van het fonds) die uiteindelijk resulteren in een dekkingsgraad van 100%. Deze allocatie ratio kan worden gezien als de “intergenerationeel houdbare” allocatie ratio; als het allocatie percentage hoger wordt gezet (wat leidt tot een hogere indexatie) profiteren de oudere generaties hiervan. En het omgekeerde geldt voor jongere generaties. Om tot een intergenerationeel neutrale oplossing te komen is het dus van belang dat voor de rekenrente gebruik wordt gemaakt van marktrentes wanneer het allocatie percentage wordt bepaald.



Figuur 3: Additionele garanties

Zoals eerder benadrukt keert het pensioenfonds het berekende indexatiepercentage steeds jaarlijks uit. In ons voorbeeld betekent dit dat iedere toekomstige pensioen-inkomens-kasstroom eenmalig met 2.6% wordt verhoogd. De in 1 jaar toegekende additionele nominale garanties worden in blauw weergegeven in Figuur 4. De nieuwe waarde van de nominale garanties, na indexatie en bepaald voor een marktrente van 2%, bedraagt 308. De marktwaarde van de activa is onveranderd en de nieuwe dekkingsgraad is 156% (480/308).



Figuur 4: Eenmalige additionele garantie

## De jaarlijkse cyclus van een pensioenfonds.

Het combi-contract en het allocatie mechanisme kunnen het best worden geïllustreerd door de jaarlijkse cyclus van een pensioenfonds. Op 1 januari heeft het gestileerde pensioenfonds een dekkingsgraad van 156%: de activa hebben een waarde van 480 en de nominale garanties hebben een waarde van 308 (precies zoals in het eerdere voorbeeld). Gedurende het jaar ontvangt het fonds kasstromen in de vorm van pensioenpremies (+16), waarvan 10 wordt omgezet in harde rechten en 6 in zachte rechten, en betaalt het fonds kasstromen in de vorm van pensioenuitkeringen (-10). Ook de marktrentes en de rendementen op risicovolle activa beïnvloeden de balans. We nemen aan dat de risicovrije rente nog steeds 2% is en dat de activa zijn gestegen met 5% (+24) gedurende het jaar.



De rendementen op activa (+24) samen met de premies (+6) doen de zachte rechten stijgen met 30. De stijging in harde rechten (+10) valt weg tegen de pensioenuitkeringen (-10). De waarde van de nominale garantie neemt dus (in dit specifieke voorbeeld) alleen toe door het verstrijken van de tijd (met 2% risicovrije rente, wat een waarde van +6 representeert), niet door een aangroei uit premies (die toevallig gelijk is aan de uitstroom). De zachte rechten stijgen hierdoor met 24 (30 – 6). Aan het einde van het jaar, voordat indexatie wordt toegekend, is de dekkingsgraad toegenomen tot 162% (510/314).

Het allocatie percentage wordt opnieuw bepaald zoals in vergelijking (1) (op basis van een risicovrije marktrente, in dit voorbeeld is deze op dat moment 2%). Om tot een dekkingsgraad van 100% te komen moet het allocatie percentage 2.7% bedragen. Dit betekent dat komend jaar alle garanties/kasstromen met 2.7% worden geïndexeerd. Direct nadat indexatie is toegekend nemen de harde rechten toe (+9) en de nieuwe dekkingsgraad is 158% (510/323).

Het grote voordeel van het allocatie mechanisme is dat deelnemers hun nominale garanties gedurende hun gehele leven zien toenemen; het pensioen groeit ieder jaar met een stukje additionele garantie, hoe groot dit stukje is varieert per jaar en hangt af van de actuele dekkingsgraad, behaalde rendementen, en actuele risicovrije rente. Je zou de groei van nominale garanties door middel van indexatie over de tijd kunnen vergelijken met de groei van een boom; de jaarringen representeren de additionele garanties. In het ergste geval wordt er (een aantal jaren) geen indexatie toegekend. Maar afnemende jaarringen (afstempelen) is uitgesloten.

Belangrijk is hierbij de essentie van het mechanisme van allocatie van zachte naar harde rechten. In tegenstelling tot het "conventionele" nominale contract wordt er in het combi-contract al geïndexeerd

als er over een lange periode zeer matige rendementen, bijvoorbeeld gelijk aan de nominale rente of zelfs 0%, worden behaald. Een deel van de zachte rechten is immers ingekocht om bij niet al te negatieve rendementen te kunnen worden aangewend voor indexatie (conversie naar harde rechten). Zo kan een ontwerp bijvoorbeeld zo worden opgezet, dat bij een rendement gelijk aan de risicovrije rente toch 3% indexatie (dus conversie van zacht naar hard) wordt gerealiseerd. Alleen bij een zeer diepe crisis zal er tijdelijk weinig indexatie worden gegeven. Er wordt dan minder geconverteerd dan initieel bij inleg werd verwacht onder normale omstandigheden. In het huidige pensioensysteem leidt dit echter tot afstempelen en tot zeer veel emoties. Regelmatige reductie van nominaal inkomen is nu eenmaal zeer onwenselijk, net als in het reële contract. In het combi-contract wordt niet meer geld gecreëerd, wel wordt het geld anders verdeeld over de levenscyclus om te allen tijde pensioeninkomen-achteruitgang en dus teleurstellingen te voorkomen.

### **Vervangingsratio en een stabiel pensioeninkomen**

Het is belangrijk te analyseren hoe pensioenrechten groeien over tijd in het combi-contract en wat dit betekent voor de vervangingsratio. We gaan er in onderstaand voorbeeld vanuit dat met iedere pensioenpremie een deel harde en een deel zachte rechten wordt opgebouwd; in dit geval is het opbouwpercentage harde rechten 1.2% en het opbouwpercentage zachte rechten is 0.7%. In een sterk versimpelde wereld is de vervangingsratio na 43 jaar 51.6% ( $43 \times 1.2\%$ ). Op het eerste gezicht lijkt dit percentage laag; in een traditioneel contract zou de vervangingsratio na 43 jaar voor dit voorbeeld 81.7% zijn ( $((0.7\% + 1.2\%) \times 43)$ ). Dit betekent dat het volledige pensioen bestaat uit harde rechten, er is dus geen ruimte voor indexatie (of het streven naar indexatie) zonder dat hiermee risico wordt gelopen dat de dekkingsgraad onder de 100% komt, met afstempelen tot gevolg. Het aanbieden van een 100% gegarandeerd pensioen gaat immers niet samen met het beleggen in risicovolle activa om in de indexatiebehoefte te voorzien. Kort samengevat: je kunt geen volledig harde beloftes doen en tegelijkertijd risico's nemen.

Het indexatiemechanisme in het combi-contract zorgt ervoor dat de zachte aanspraken geleidelijk worden omgezet in harde garanties, door de harde garanties jaarlijks te indexeren vanuit de zachte rechten. Hierdoor stijgen de harde rechten zowel gedurende de opbouwfase als gedurende de uitkeringsfase, wat resulteert in de opbouw van een acceptabele hoeveelheid harde rechten, gecombineerd met indexatie zodat de koopkracht ook na pensionering (zoveel mogelijk) in tact blijft.

Een gestileerd voorbeeld illustreert bovenstaande: neem aan dat het pensioenfonds bestaat uit een enkele deelnemer. Deze deelnemer bouwt over 43 jaar pensioen op. De huidige dekkingsgraad van het fonds is 160%, precies gelijk aan het deel zachte rechten dat de deelnemer heeft betaald. De verhouding harde en zachte rechten is zoals boven beschreven. Het allocatie mechanisme zorgt ervoor dat de zachte rechten langzaam afnemen. De zachte rechten dienen geheel omgezet te zijn in harde garanties op het moment dat het fonds sluit, in dit geval is dat over 63 jaar. De vraag is met hoeveel de harde rechten jaarlijks kunnen worden geïndexeerd zodat de dekkingsgraad over 63 jaar exact 100% is (surplus is 0). Gebruikmakend van vergelijking (1), en aangenomen dat de zachte rechten niet renderen, blijkt dat bij een indexatiepercentage van 1.2% de dekkingsgraad langzaam afneemt tot 100% in 63 jaar. Na 43 jaar, op de pensioenleeftijd, is het opbouwpercentage harde rechten 62.34%. Het spreekt voor zich dat dit opbouwpercentage hoger uitvalt wanneer de rendementen op risicovolle activa hoger dan 0% zijn. Tabel 1 toont de indexatiepercentages en vervangingsratio's ten opzichte van middelloon op pensioendatum ( $t67$ ) voor 0.6, 0.8, 1.2 en 1.6 opbouw harde rechten (als deel van de premie) voor een risicopremie (ERP) van 2%. In dit voorbeeld is steeds uitgegaan van een initiële



beleggingsmix van 50% langlopende obligaties en 50% zakelijke waarden, waarbij het percentage zakelijke waarden afloopt over de levenscyclus (het percentage langlopende obligaties neemt dus toe). Deze life-cycle portefeuille is in dit voorbeeld voor iedere keuze van harde versus zachte rechten gelijk, ongeacht de verhouding ingelegde harde/zachte rechten<sup>9</sup>. Als de risicopremie 2% is betekent dit dat er initieel 1% extra rendement boven het risicoloze rendement wordt verwacht en over de gehele levenscyclus zelfs aanzienlijk minder. Dit zijn zeer prudente aannamen. Daarnaast is aangenomen dat de looninflatie 3% is.

Harde rechten	ERP 2%	
	Indexatie %	Vervangingsratio t67
0.6	3.40%	48.55%
0.8	2.70%	55.95%
1.2	1.70%	68.75%
1.6	0.97%	79.92%

Tabel 1: Opbouw harde rechten vanuit de premie versus opbouw harde rechten bij pensionering.

Tabel 1 laat zien dat een verdubbeling van de inleg van harde rechten niet leidt tot een verdubbeling van de vervangingsratio. Dit resultaat komt voort uit het feit dat het indexatiepercentage hoger is naarmate er meer zachte rechten worden ingelegd (via de premie). Er kan immers een groter zacht deel worden geconverteerd naar hard over de levenscyclus.

Bij een inleg van 0.6 harde rechten en 2% risicopremie is de vervangingsratio op pensioendatum 48.55%. Bij een inleg van 1.2 harde rechten en 2% risicopremie is de vervangingsratio op pensioendatum 68.75%; 100% meer inleg harde rechten resulteert in een 42% hogere vervangingsratio. Voor de duidelijkheid: indien er minder harde rechten zijn is er exact een extra equivalent aan zachte rechten aanwezig in bovenstaand voorbeeld. In vermogenstermen is er per deelnemer geen verschil (de beleggingen zijn identiek). Alleen de verhouding hard-zacht verschilt door de andere premie-opbouw.

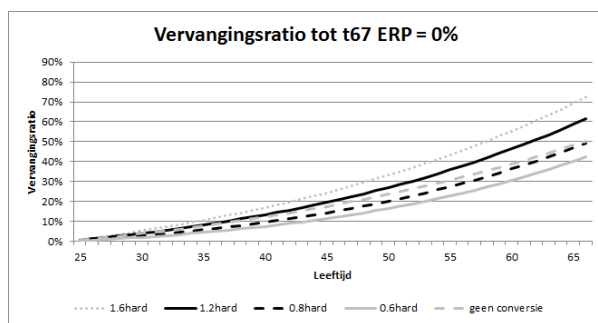
Het combi-contract kan goed omgaan met het absorberen van risico's. Als een pensioenfonds minder harde en meer zachte rechten wil opbouwen, levert dit wederom een goed hard eindresultaat op bij normale scenario's. Dit klinkt als een contradictie, maar bij een hoger relatief deel zachte rechten in de premie is de conversiefactor naar harde rechten ook hoger.

De grote crux van dit contract zit hem in de leeftijdsdifferentiatie die nu zichtbaar wordt in bovenstaande analyse. Het is duidelijk dat bij een groter deel zachte rechten er relatief sneller harde rechten worden opgebouwd. Bijvoorbeeld: 100% meer harde rechten in de premie levert slechts grofweg 40% meer harde rechten op pensioendatum. Dit betekent dus ook dat bij een groter deel zachte rechten in de premie er veel meer leeftijdsdifferentiatie wordt gerealiseerd. Erg veel zachte

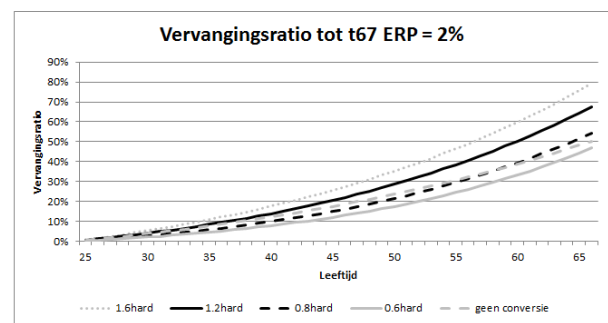
<sup>9</sup> In dit voorbeeld is de beleggingsmix voor alle inlegverhoudingen hard/zacht gelijk om de verschillende vervangingsratio's te kunnen vergelijken en aan te tonen dat ook met de inleg van weinig harde rechten een toereikende vervangingsratio kan worden bereikt. De beleggingsmix is hier dus onafhankelijk van de opbouwverhouding hard/zacht. In werkelijkheid zal er een relatie bestaan tussen opbouwverhouding en beleggingsmix (d.w.z de mate van leverage is beperkt), met name indien het percentage harde rechten dat uit de premie wordt toegekend erg hoog wordt.

rechten op jonge leeftijd en een aanwas naar meer harde rechten op pensioenleeftijd. Gecombineerd met de optie om op pensioenleeftijd nog een deel van de zachte rechten te converteren naar harde rechten levert dit grote leeftijdsdifferentiatie op.

Aangezien een risicopremie van ergens tussen de 2% en de 3% op zeer lange termijn prudent tot normaal is, wordt dus onder "normale" omstandigheden een gelijksoortig hard pensioen opgebouwd als in het huidige pensioenstelsel (vergelijkbare vervangingsratio). Maar bij langdurige tegenslag wordt sneller gas teruggenomen in de opbouw van harde rechten. Dit is precies de fout die in het huidige pensioensysteem zit ingebakken: alles draait in het oude systeem op de aanname van normale scenario's en bij tegenslag is er geen weerstand in het systeem.



Figuur 5a: Opbouw harde rechten tot pensioendatum bij risicopremie van 0%.



Figuur 5b: Opbouw harde rechten tot pensioendatum bij risicopremie van 2%.

Figuren 5a en 5b tonen de opbouw van harde rechten over het werkzame leven (tot aan pensioendatum op 67-jarige leeftijd) voor de inleg van 1.6, 1.2, 0.8 en 0.6 harde rechten voor een risicopremie van respectievelijk 0% en 2%.

### Het bepalen van het allocatie percentage in een individueel combi-contract

Bovenstaande allocatie betreft een verdeling op basis van een collectief contract met slechts 1 indexatiepercentage voor iedereen en zachte rechten in 1 collectieve pot. In een systeem met individuele zachte rechten die geleidelijk over het leven worden opgezet in harde (uitgestelde) nominale annuïteiten, kan een geheel ander, nog meer maatgesneden, allocatie mechanisme worden toegepast. In dit geval kan zowel een leeftijdafhankelijke indexering als functie van de hoeveelheid zachte rechten worden gehanteerd als een leeftijdsafhankelijk deel in de premie dat naar de zachte rechtenpot gaat en naar de harde uitgestelde annuïteitenpot. Dit is niet onderwerp van dit document.

### Evaluatie op basis van criteria voor een bestendig pensioenontwerp

Het is niet eenvoudig te bepalen of een pensioencontract "goed" is of niet. Het hanteren van een aantal universele criteria helpt bij het evalueren van een pensioenontwerp. In deze sectie wordt het combi-contract geëvalueerd ten opzichte van het "harde nominale contract" en het "zachte reële contract" op basis van een aantal vaak gehanteerde criteria.



## Compleet

In een compleet contract is de verdeling van de assets over alle mogelijke toestanden van financiële markten, rente en dekkingsgraad vastgelegd. Er is geen ruimte voor het pensioenfondsbestuur om discretionaire beslissingen te maken aangaande de herverdeling van kapitaal/rechten over de deelnemers.

De harde rechten in het combi-contract verschaffen de deelnemer duidelijke eigendomsrechten in de vorm van claims op het pensioenfonds. De zachte rechten vormen het *collectieve* risicokapitaal, en zouden daarmee in potentie een probleem kunnen opleveren. De allocatie van de zachte rechten vindt echter plaats op basis van een transparante en vooraf vastgestelde methode/formule. Dit betekent dat er geen ruimte is voor het fondsbestuur om af te wijken van het allocatie mechanisme; een verandering van het allocatie mechanisme is een aanzienlijke verandering van het pensioencontract.

Onder de veronderstelling dat "compleet" als een goede eigenschap wordt gezien, is dit een verbetering ten opzichte van het nominale contract, waarin niet goed gedefinieerd is hoe het surplus (bij zeer hoge waarden) verdeeld wordt. Het reële contract daarentegen lijkt ook compleet te zijn. Daar wordt echter de mogelijkheid van een slecht gedefinieerde egalisatiereserve opengelaten, hetgeen compleetheid aantast.

## Transparante, objectieve marktwaardering

Alle waarderingen moeten arbitragevrij zijn (geen generatie-overdrachten), en de verschillende cohorten in een fonds moeten elkaar niet subsidiëren.

Wanneer er in een compleet contract een andere waarderingsmethodiek wordt gebruikt dan de arbitragevrije methodiek, zal er herverdeling plaatsvinden over de verschillende cohorten via het allocatie mechanisme. Generaties verhandelen dan als het ware onderling contracten - "embedded opties" tegen waarden waarom ze niet op de financiële markten worden verhandeld. Bij een te hoge nominale of reële rentevoet bijvoorbeeld, worden jongeren gedwongen tegen te hoge prijzen futures te kopen van ouderen indien er sprake is van uitsmeer van schokken (AFS). Arbitragevrije waardering kan alleen op basis van observeerbare marktparameters. Daarbij dient de nominale rente als uitgangspunt te worden genomen bij afwezigheid van reële marktinstrumenten. Het reële pensioencontract is gebaseerd op diverse niet-observeerbare parameters, zoals de verwachte toekomstige inflatie, de risicopremie op inflatie<sup>10</sup> en de risicopremie op risicovolle beleggingsklassen. Dit leidt tot potentiële manipulatie en creëert groeiend wantrouwen bij met name jonge, actieve deelnemers. Dezelfde redenering geldt ook enigszins voor het nominale contract; ook hier wordt gebruikt gemaakt van een niet-observeerbare parameter, namelijk de Ultimate Forward Rate (UFR). Dit is echter een veel kleinere (vertrouwen aantastende) subjectieve component dan in het reële contract.

---

<sup>10</sup> Overigens staat deze inflatierisico opslag in de recente Juli-nota niet vermeld. Dit dient echter wel te worden meegenomen in een benadering van de reële rente.

## **Nominaal zeker pensioeninkomen gedurende uitbetalingsfase**

Inkomenszekerheid is voor mensen een belangrijk begrip. Als er teveel beloofd wordt, dient er te worden afgestempeld of via spreiding gekort, wat in grote onzekerheid en onvrede resulteert. Zeker gedurende de uitbetalingsfase, waarbij neerwaartse bijstelling van het feitelijke inkomen grote psychische onrust geeft bij mensen. Indien er, zoals in FTK 2, met een hoog inkomen gestart wordt, maar met een grote kans op reducties in de toekomst, levert dit dezelfde onzekerheid op. Een goed ingevuld combi-contract voorkomt de reductie van nominaal inkomen. Het nominaal inkomen is wel lager op het moment van pensionering dan in het reële contract, alhoewel Pensioenfonds Huisartsen dit heeft opgelost door de optie te geven een deel van de zachte rechten die voor (veelal zeer hoge) indexatie bedoeld zijn om te wisselen voor een hoger nominaal pensioen met iets lagere indexatie. Dit is een optie die door verreweg de meeste deelnemers wordt gekozen.

## **Voldoende ruimte risico te nemen en op termijn inflatie te compenseren**

Zowel gedurende de opbouwfase als gedurende de uitkeringsfase dient het pensioeninkomen zoveel als mogelijk een acceptabel koopkrachtniveau te behouden.

Helaas is het niet eenvoudig inflatiebescherming te bieden aangezien de rendementen op beschikbare risicovolle activa onvoldoende reëel zijn ten tijde van inflatieschokken. Sterker, grote inflatieschokken zijn in de geschiedenis gepaard gegaan met langdurige periodes van zeer negatieve rendementen op bijvoorbeeld aandelen.

Zowel een combi-contract als een reëel contract kunnen niet garanderen dat inflatie wordt gevolgd. Het nominale contract heeft zeer hoge nominale garanties en daarmee wordt het nemen van voldoende risico en het volgen van inflatie erg lastig.

De lage nominale garanties in het combi-contract hebben twee eigenschappen: i) voorkomen van grote negatieve inkomensschokken ten tijde van extreme marktbevingen zoals instortende aandelenmarkten en ii) verhoogd risico koopkracht te verliezen bij extreme inflatie. Bouwman et al. (2011)<sup>11</sup> laten zien dat deze risico's elkaar neutraliseren in extreme scenario's. Dit geldt natuurlijk alleen indien de harde rechten voldoende laag gekozen worden ten opzichte van het totale vermogen. In dat geval is er voldoende ruimte om risico te nemen en is het lage nominale harde deel geen belemmering voor investeringen die pogen de inflatie te volgen.<sup>12</sup>

Het feit dat het zo goed als onmogelijk is inflatievolgend te beleggen is het geen tekortkoming in het contract maar een gebrek in de financiële markten.

## **Beheersbaar voor bestuur en toezichthouder**

Het FTK1 is zeer duidelijk in haar doelen en randvoorwaarden en ook goed meetbaar via objectieve marktparameters. De te hoge garanties zullen wel, zoals ook momenteel het geval is, tot spanning leiden tussen gewenst risico en geëiste zekerheid.

---

<sup>11</sup> Bouwman, K., Kocken, T., & Oldenkamp, B. 2011 (herzien 2013). *Getting real about nominal guarantees. Working paper.*

<sup>12</sup> Het is in deze eigenlijk beter te spreken van een poging om met beleggingen een risicopremie te behalen die orde grootte dezelfde omvang heeft als de verwachte inflatie. Het "inflatievolgende" suggereert nog teveel dat er enige correlatie te realiseren is.

Het FTK2 heeft weinig doelen en zeker geen harde randvoorwaarden. Ook de gezondheidstoestand is slecht meetbaar door de vele subjectieve parameters. Afgezien van de subjectieve parameters is het FTK2 door het gebrek aan randvoorwaarden moeilijk beheersbaar. Voor een toezichthouder is het lastig waar ze toezicht op moet houden, hoewel deelnemers waarschijnlijk wel verwachten daar er iets van een ondergrens is. Het is de vraag of een bestuur blij is met de volledige vrijheid maar ook hoge verwachtingen en kans op teleurstellingen. Daarmee doet het bestuur het misschien niet vaak expliciet fout, maar zijn er misschien heel veel verwachtingen omtrent stabiel pensioeninkomen bij de deelnemers die niet worden waargemaakt door het bestuur. De ondergrens van maximaal verlies schuift netjes mee omlaag zodra er een negatieve klap komt op de dekkingsgraad. Er is dus geen "laagst acceptabel inkomen", hetgeen past bij de designkeuze niets te willen garanderen. Maar dit is vanuit prudentieel toezicht en vanuit bestuurlijk perspectief een lastige situatie die tot grote spanningen tussen bestuur, toezichthouder en deelnemers kan leiden.

De transparante waardering en de duidelijke, onconditionele en waar te maken (lage) zekerheid in het combi-contract zorgen er voor dat bestuurders en toezichthouder beiden weten waar ze zich wel en niet op moeten concentreren in het nakomen van beloftes en in het meten van de gezondheid van het fonds ten opzichte van die beloftes. In die zin zijn het nominale contract en het combi-contract beiden goed te besturen en te "handhaven", maar zal het nominale contract toch vaak spanning oproepen door de te hoge garanties.

### **Leeftijdsgedifferentiatie**

Het nominale contract kent zeer weinig leeftijdsdifferentiatie. Er wordt voor iedereen een groot deel hard toegekend, verre van de lijn met de wensen van de meeste mensen om op jonge leeftijd veel risico te nemen, gegeven de hoge omvang human capital, en op oudere leeftijd minder risico. Het reële contract bereikt het tegenovergestelde: veel risico voor jong en (iets minder maar teveel) voor oud. Het grootste deel van het leven is er een identieke exposure naar de risico's van de asset mix. Slechts gedurende de pensioenleeftijd (feitelijk enige jaren ervoor) zorgt de uitsmeer-methode voor enige demping van het risico dat het pensioeninkomen loopt. Deze aanpak is beter dan de geheel afwezige differentiatie in het nominale contract, maar niet echt maatgesneden op de wensen van deelnemers over hun life-cycle.

In het collectieve combi-contract zoals bijvoorbeeld door de huisartsen geïmplementeerd, is meer dan in het reële contract sprake van geleidelijke opbouw van harde rechten gedurende het werkzame leven door de omzetting van zacht in hard. En dit wordt nog vergroot door de conversiemogelijkheid op pensioendatum een extra deel van de zachte rechten om te zetten in harde rechten. Een combi-contract waarbij de zachte rechten individueel worden opgebouwd en geleidelijk omgezet naar een annuïteitenpool (zie verderop de bespreking van conversie naar een combi-contract), kan nog aanzienlijk betere, maatgesneden differentiatie realiseren.

### **Doorsneepremie en intergenerationale effecten**

Door de lage harde rechten is het effect van de (ex-ante) oneerlijk doorsnee premie een stuk minder groot in het (huisartsen) combi-contract dan in de FTK1 en FTK2 voorstellen. Jongeren hebben relatief weinig harde rechten opgebouwd maar ontvangen het volledige rendement op (een relatief groot deel) zachte rechten. Gedurende de levenscyclus worden de zachte rechten geconverteerd naar

harde rechten, waardoor de negatieve effecten van de doorsneepremie worden gemitigeerd. Dit voordeel gaat natuurlijk alleen maar op indien de zachte rechten ook eigenaarschap hebben en meegenomen kunnen worden naar een ander pensioenfonds, hetgeen voor een collectief pensioenfonds zo goed als onmogelijk is. Het wordt in dit onderzoek daarom niet echt als een criterium gezien voor een goed contract. De doorsneeproblematiek is eerder een gedrocht waar we onder alle collectieve contracten niet onderuit lijken te komen.

### **Transitie naar nieuw contract**

Het collectieve combi-contract kan op het eerste gezicht met wat aanpassingen onder het huidige FTK worden uitgevoerd. Zoals bij elke contractovergang, zullen ook hier overgangsproblemen ontstaan omdat de gewenste hoge "zachte rechten" bij de meeste fondsen momenteel niet aanwezig zijn. In geval de premie opeens een hoog deel zachte rechten bevat betekent dit zonder aanpassingen dat een groot deel van de premie naar gepensioneerden wordt gesluisd. Deze overgang is daarmee verre van eenvoudig. Hiervoor kan onder andere gedacht worden aan het aanpassen van indexatiestaffels en premiestaffels, dusdanig dat de resulterende uitdeling van zachte rechten ook de juiste cohorten toekomt. Alleen op deze wijze is de overgang uiteindelijk voor alle generaties redelijk neutraal. Maar de complexiteit van deze transitie zal hoe dan ook enorm groot zijn. Aangezien grote complexiteit (en zelfs verschillend per fonds) een bedreigende factor is voor houdbaarheid van een pensioencontract, is het de vraag of dit een implementeerbare variant is.

Naast het grote overgangsvraagstuk speelt ook een ander probleem. Wat voor zeer specifieke pensioenfondsen voor coherente beroepsgroepen zoals huisartsen nauwelijks als problematiek speelt, speelt wel degelijk voor deelnemers die niet hun hele leven binnen 1 beroepsgroep blijven: wat moet er met de zachte rechten bij overdracht gebeuren? Het sterke van het combi-contract is meteen het zwakke als het gaat om een gezamenlijke pot zonder individuele rechten: eruit stappen en overbrengen naar een ander fonds is erg lastig in geval van gezamenlijke harde rechten. Overigens is dit probleem nog aanzienlijk groter in het volledig zachte contract onder FTK2, aangezien er niet een groot deel zachte rechten bestaat maar slechts alleen zachte rechten. Het is opmerkelijk hoe weinig discussie er over de grote - zo niet onoplosbare - problematiek van overdrachtsmogelijkheden is geweest.

Om deze voor veel fondsen (op beroepspensioenfondsen na) bijna onoverkomelijke overgangsproblemen en ook toekomstige waarde-overdrachtsproblemen het hoofd te bieden is een alternatief combi-contract denkbaar dat wordt gerealiseerd door pensioenfondsen de keuze te bieden over te gaan naar een stelsel waar mensen sparen in twee potten: een volledig zachte risicovolle pot en een (uitgestelde) annuïteiten pot met harde, goed te waarderen rechten. Daarbij is het deel met de zachte rechten volledig individueel toewijsbaar, maar wel collectief georganiseerd. Gedurende het werkzaam leven en de pensioenjaren wordt geleidelijk en afhankelijk van het resultaat en de leeftijd het zachte deel omgezet in (toekomstige) annuïteiten. En in de annuïteitenpot kan mogelijk (mits goed gedefinieerd) risk sharing plaatsvinden, met name individueel levensrisico. Een dergelijke aanpak zou ook de overgang naar een nieuw pensioencontract kunnen vergemakkelijken.

Dit document is niet bedoeld de overgang uit te werken, maar met name om het einddoel van een houdbaar systeem duidelijk te maken. Maar het is relevant te weten dat er diverse manieren zijn om de overgang te bereiken. En dat zijn eigenlijk ook diverse varianten van pensioencontracten, met alleen dezelfde "combi-basis". Daarbij lijken collectieve pensioenfondsen met collectieve zachte rechten met name voor cohesieve beroepspensioenfondsen weggelegd en collectieve pensioenfondsen met individuele zachte rechten voor alle andere pensioenfondsen het meest denkbaar als houdbare en realiseerbare oplossing voor de komende decennia.

Voor dergelijke combi-contracten geldt dan, samenvattend tegen de bovenstaande criterium:

- Zeer compleet
- Weinig complex (daarmee robuust voor politiek risico) en doorzichtig
- Zeer goed te waarderen
- Duidelijke mate van ondergrens in het pensioeninkomen
- Acceptabele risicopotentie voor indexatie
- Zeer goed beheersbaar voor bestuur en toezichthouder en goed communiceerbaar
- Maatgesneden en zeer wenselijke leeftijdsdifferentiatie.

Natuurlijk zien tegenstanders nadelen aan een dergelijk contract. Een duidelijk nadeel is dat vormen van welvaartsverhoging door vergaande risicodeling tussen generaties niet mogelijk zijn, zoals discretionaire bevoegdheden van bestuur om getroffen generaties te helpen. Dit is een afruil tegenover meer leeftijdsdiscriminatie, goede maar beperkte harde zekerheid en groot vertrouwen door de simpliciteit en gebrek aan subjectieve, politiek zeer gevoelige en onrust creërende parameters. Voor de lange termijn houdbaarheid lijkt deze afruil na de discussies het afgelopen decennium duidelijk in het voordeel van het combi-contract.

## Conclusies

De belangrijkste componenten van het combi-contract zijn dat er een (over het werkzame leven groeiend) minimum levenslang pensioeninkomen wordt gegarandeerd middels de opbouw van harde rechten, terwijl de jaarlijkse indexatie enerzijds leeftijdsdifferentiatie creëert in risicoprofiel en anderzijds op termijn poogt enige bescherming te bieden tegen het uithollen van pensioen door inflatie. Het feit dat er niet meer wordt beloofd dan waargemaakt kan worden, en nominaal toegezegd pensioeninkomen nooit achteruit kan gaan, maakt de communicatie met deelnemers transparant en eenvoudig: under-promise en over-deliver. Het combi-contract is niet louter een theoretische exercitie, het pensioenfonds voor huisartsen in Nederland bewijst sinds 1973 dat een combi-contract een solide pensioencontract is.

De overgang van teveel hard beloven naar een combi-contract is een grote uitdaging. En niet alle fondsen hebben de cohesieve structuur en levenslange binding zoals die binnen beroepspensioenfondsen geldt. Afweging is om op termijn ook een structuur met een risicovolle (individuele) beleggingspot en een aparte (collectieve) annuïteitenpot te introduceren, geïnspireerd door bijvoorbeeld de TIAA CREF benadering. De overgang wordt niet makkelijk, maar duidelijk is dat er eerst gedacht moet worden aan welk contract houdbaar is en daarna aan de overgang. Het combi-contract voldoet aan de houdbaarheidseis, waar het te harde nominale contract en het te zachte reële contract een aantal absoluut noodzakelijke elementen missen.

## Appendix – Het berekenen van het allocatie percentage

Om de gedachte achter het allocatie mechanisme te illustreren wordt gebruik gemaakt van een sterk gestileerd voorbeeld. Er wordt een enkele premie ingelegd op tijdstip  $t$  en er wordt een enkele pensioenuitkering gedaan op tijdstip  $t+40$ . Er wordt aangenomen dat de risicovrije rente 2% is op tijdstip  $t$ , de ingelegde premie bedraagt €480, waarvan €300 wordt gebruikt voor de aankoop van harde garanties (i.e. een gegarandeerde nominale kasstroom van €662 op tijdstip  $t+40$ ).

$$\text{Contante waarde van de enkele kasstroom is } 300 = \frac{662}{(1+2\%)^{40}}$$

De dekkingsgraad op tijdstip  $t$  is 160% (€480/€300) en de activa die de zachte rechten representeren hebben een waarde van €180. De activa renderen gedurende het jaar met 5% en de risicovrije rente blijft op 2%. De dekkingsgraad op tijdstip  $t+1$  is 165% (€504/€306) en de zachte rechten zijn toegenomen tot €198. De indexatie die wordt toegekend op tijdstip  $t+1$  is de theoretische allocatie ratio die resulteert in een dekkingsgraad van 100%. In andere woorden, hoeveel indexatie kun je betalen ieder jaar om er zeker van te zijn dat de zachte rechten exact 0 is op tijdstip  $t+40$ ? Om dit te bewerkstelligen dienen de harde garanties toe te nemen tot €504, de zachte rechten daalt dan uiteraard van €198 naar €0.

$$\text{PV harde garanties} = \sum_{i=1}^{T_{\text{eind}}} \frac{\text{kasstroom}_i}{(1+r_f-AR)^i} > 504 = \frac{662}{(1+2\%-AR)^{39}} > AR = 1.3\%$$

De theoretische allocatie ratio van 1.3% houdt in dat vanaf tijdstip  $t+1$  de harde garanties jaarlijks worden geïndexeerd met 1.3% tot de pensioendatum op tijdstip  $t+40$ . De indexatie van 1.3% wordt dit jaar uitgekeerd, waardoor de gegarandeerde kasstroom van €662 op tijdstip  $t+40$  toeneemt met 1.35% tot €671. De huidige marktprijs voor deze additionele garantie van €9 op tijdstip  $t+40$  is €4 vandaag. Dit betekent dat de contante waarde van de garanties is toegenomen tot €310 en dat de zachte rechten zijn gedaald tot €194, wat resulteert in een nieuwe dekkingsgraad van 163% (€515/€310). De indexatie cyclus wordt jaarlijks herhaald tot tijdstip  $t+40$ , het allocatie percentage wordt jaarlijks opnieuw vastgesteld op basis van de actuele dekkingsgraad, actuele rentestanden en het gerealiseerde rendement op de activa.