

Solidariteit in de collectieve pensioenregeling

De SER heeft afgelopen voorjaar varianten gepresenteerd voor een nieuw pensioenstelsel. In dit artikel presenteren wij een variant waarmee naar een éénduidige doelstelling voor een pensioenregeling wordt gestreefd. Communicatie over koopkracht na pensioendatum en de onzekerheid daarin staan centraal.

SER VOORSTELLEN

In de samenleving bestaat de wens het huidige pensioenstelsel aan te passen. Het vertrouwen is afgenomen omdat indexaties vaak niet worden toegekend, kortingen soms niet kunnen worden voorkomen en omdat het systeem moeilijk uitlegbaar is. Bovendien past het huidige pensioenstelsel niet bij de moderne arbeidsverhoudingen, waardoor de "witte vlek" eerder toeneemt dan afneemt. De SER heeft afgelopen voorjaar vier varianten voor een nieuw stelsel gepresenteerd waarvan er twee favoriet zijn. Het 'ambitiopensoen' en 'persoonlijk pensioenvermogen met collectieve risicodeling'. De eerste variant lijkt op het huidige stelsel, maar de nominale garantie is vervallen. Er wordt gerekend met een dekkingsgraad. Onderdekking is tot op zekere hoogte toegestaan mits wordt gewerkt aan herstel. De tweede variant kent individuele potjes, maar risico's worden gedeeld door een buffer. Het voordeel van de eerste variant is dat een waardevast pensioen wordt nagestreefd wat aansluit op de behoefte van koopkrachtbehoud na pensioendatum van de deelnemer. Het nadeel is dat het systeem nog steeds niet goed aansluit op de moderne arbeidsverhoudingen. De tweede variant heeft als voordeel dat het individuele potjes gebruikt, wat beter aansluit op de moderne arbeidsverhoudingen. Het nadeel is dat de wijze waarop solidariteit is ingebouwd met een buffer naar onze mening inefficiënt is. De buffer moet worden opgebouwd, maar kan in een stationaire situatie niet vrijvallen. Hierdoor treden ongewenste vermogensoverdrachten op tussen groepen deelnemers (intergenerationele solidariteit) en bovendien geeft een buffer slechts beperkte zekerheid.

EEN PENSIOENFONDS MET ÉÉNDUIDIGE DOELSTELLING

Sommige vormen van solidariteit zijn duidelijk, gewenst en worden breed gedragen. Bijvoorbeeld een nabestaandenpensioen dat voor minder gezonde deelnemers tegen het normale tarief kan worden verzekerd. Een vorm van solidariteit die veel meer bekritiseerd wordt is het delen van beleggingsrisico's tussen generaties. Nu leidt bijvoorbeeld een dekkings-

graad beneden 100% niet onmiddellijk tot kortingen en vindt volledige indexatie pas plaats als de beleidsdekkingsgraad boven de 130% ligt. Volgens ons wordt de kritiek niet zozeer veroorzaakt door het feit dat generaties onderling niet solidair wensen te zijn, maar ligt dat meer aan een onduidelijke doelstelling van het pensioenfonds. Een pensioenfonds dat een defined benefit regeling uitvoert moet tegelijkertijd streven naar een garantie op de nominale aanspraken, naar een welvaartsvast pensioen en ook nog naar een zo laag mogelijke premie. Met beleggingsbeleid en premiebeleid kunnen deze doelstellingen, gegeven de toezegging, niet tegelijkertijd bereikt worden. Hierna schetsen wij vier verschillende typen profielen die tegemoet komen aan verschillende voorkeuren. Niet alle varianten zijn even praktisch uitvoerbaar, maar ter illustratie van ons idee presenteren wij de volgende vier profielen:

- Nominale garantie (geen indexatie)
- Reële garantie (onvoorwaardelijke indexatie)
- Reële ambitie (indexatie gematigd risico)
- Reëel offensief (indexatie hoog risico)

Bij een éénduidige doelstelling kan een éénduidig financierings- en beleggingsbeleid worden vastgesteld om deze doelen te bereiken. Bij de verschillende profielen, bestaan verschillende uitdagingen bij het veiligstellen. Voor het nakomen van de nominale garanties zijn zeer langlopende swaps nodig. De markt hiervoor is niet of onvoldoende liquide. Een harde garantie is daarmee moeilijk uitvoerbaar. Een reële garantie is om dezelfde reden nog veel moeilijker te bereiken. Inflation linked bonds in euro's met een AAA rating worden op dit moment alleen door Duitsland in beperkte mate aangeboden en de real rate swap markt is ook niet groot. Het langlevensrisico van een toenemende levensverwachting kan worden afgedekt met een lang leven swap, maar de kosten zijn niet gering.

EEN EENVOUDIGE METHODE IS JONGEREN MEER BELEGGINGSRISICO TE LATEN LOPEN DAN OUDEREN

HOE EFFECTIEF IS HET DELEN VAN RISICO'S

Indien een herverdeling van risico's er toe leidt dat de totale groep deelnemers meer risico kan accepteren, kan er een grotere risicopremie worden verdiend. Dit werpt dan wel direct de vraag op hoe de risico's en de risicopremie moeten worden verdeeld. In het SER voorstel 'Persoonlijk pensioenvermogen met collectieve risicodeling¹ wordt gewerkt met buffers. Het CPB heeft de impact van risicodeling met een buffer onderzocht. De conclusie van het CPB is dat dankzij de risicodeling meer beleggingsrisico kan worden genomen gegeven de risicohouding van de deelnemers. Wij trekken hieruit niet de conclusie dat een buffer leidt tot de mogelijkheid om meer risico te accepteren. Dit zit in de risicodeling tussen (gewezen) deelnemers. Het uitsmeren van risico's over de tijd werkt alleen wanneer sprake is van mean reversion van beleggingsrendementen. Een eenvoudige methode om voor de hele groep meer risico te kunnen accepteren is jongeren meer beleggingsrisico te laten lopen dan ouderen. Daarbij kan

worden gewerkt met individuele potjes. Wanneer het effectief is om risico's verder te delen tussen generaties onderling zien wij een expliciet afgesproken optieconstructie als een beter alternatief voor een buffer. In feite is de situatie zoals die nu bestaat met het tijdelijk accepteren van onderdekking en het niet direct indexeren indien de dekkingsgraad boven de 100% een optieconstructie waarbij verondersteld wordt dat de risico's tegen elkaar kunnen worden weggestreept. Om een systeem met intergenerationele opties af te maken zou een expliciete waardering en verrekening plaats moeten vinden. Er hoeft geen buffer te worden opgebouwd die zorgt voor onbedoelde vermogensoverdrachten tussen generaties. Voor grote tegenvallers biedt intergenerationele risicodeling geen soelaas. Dergelijke risico's kunnen beter bij een externe partij worden neergelegd.

PRIJS VAN PENSIOEN EN REKENRENTE

Voor het verwerven van een pensioen met meer of minder risico passen verschillende premies en voor het waarderen passen verschillende rekenrentes. Een manier om dit te doen is een rekenrente te hanteren op basis van het verwacht rendement. Het verwacht rendement is gelijk aan de risicovrije rente verhoogd met de risicopremie, die bepaald wordt door de beleggingsmix en de kosten voor vermogensbeheer. De aanspraken en uitkeringen worden jaarlijks aangepast op basis van het verschil tussen het behaalde en veronderstelde rendement. De kosten voor garanties zoals langlevens, neerwaarts beleggingsrisico, etc.) en de kosten voor vermogensbeheer moeten op het rendement in mindering worden gebracht.

Hierna werken wij in Tabel 1 een voorbeeld uit en stellen de risicopremies en de kosten per profiel vast. Tevens bepalen wij hoe een uitkering in de bestaande pensioenregeling kan worden omgerekend in een uitkering in de nieuwe regeling. Daarbij hanteren wij de volgende aannames:

- de aanvangsdekkingsgraad is 103%²;
- de overgang op de swaprente om het langetermijn renterisico af te dekken kost 4%;
- het afdekken van het langlevensrisico kost 5% van de VPV;
- de van Duitse inflation linked bonds afgeleide verwachte inflatie is 1,3%;
- de duration van de verplichtingen is 20;
- de risicopremie voor aandelen is 4,5%, credits 2%, vastgoed 2%;
- beleggingsmixen 'nominale garantie' (100% vastrentend), 'reële garantie' (100% vastrentend geïndexeerd), 'reële ambitie' (30% aandelen, 10% vastgoed, 44% staatsobligaties, 16% credits), 'reëel offensief' (100% aandelen);
- kosten vermogensbeheer 'nominale garantie' (0,24%), 'reële garantie' (0,4%), 'reële ambitie' (0,6%), 'reëel offensief' (1%)³.

	Risicopremie boven risicovrije rente	Veronderstelde kosten voor garantie en vermogensbeheer	Uitkering bij aanvang Incl. kosten	Excl. Kosten
nominale garantie	0,00%	0,24%	90%	94%
reële garantie ⁴	0,00%	0,40%	64%	70%
reële ambitie	1,88%	0,60%	92%	105%
reëel offensief	4,50%	1,00%	116%	145%

Tabel 1 Risicopremie, kosten en omrekening bestaande aanspraken naar nieuwe met en zonder kostenaftrek

Opvallend is de grote rol die de kosten voor het vermogensbeheer spelen. Nader onderzoek in hoeverre hiertegenover extra opbrengsten staan is gewenst. Indien rekening wordt gehouden met verwachte kosten voor vermogensbeheer kan in de nieuwe situatie de uitkering bij 'nominale garantie' 90% zijn van uitkering in het nu geldende systeem onder nFTK. De verwachte uitkeringen in de profielen 'reële ambitie' en 'reëel offensief' kennen een onzekerheid waarover duidelijk moet worden gecommuniceerd.

Los van de keuze van risico en daarmee premie en ambitieniveau kunnen deelnemers ook het opbouwschema variëren. De premie voor nieuw op te bouwen aanspraken kan worden gebaseerd op de gewenste pensioenopbouw gecombineerd met de discontovoet die verhoogd is met een risicopremie. Doordat de risicovrije rente en de risicopremie kunnen variëren, is de premie als percentage van de pensioengrondslag niet constant. Dit heeft een procyclisch effect op de economie, maar het geeft wel een stabiliserend effect op de pensioenopbouw. Hiermee wordt geen doorsneepremie meer verondersteld. Het onderwerp doorsneepremie werken wij in dit artikel niet verder uit.

DOORDAT DE RISICOVRIJE RENTE EN DE RISICOPREMIE KUNNEN VARIËREN, IS DE PREMIE ALS PERCENTAGE VAN DE PENSIOENGRONDSLAG NIET CONSTANT

Deelnemers hoeven niet altijd in hetzelfde profiel te blijven. Door rekening te houden met de hierboven beschreven discontovoeten kunnen aanspraken in de ene pensioenregeling worden omgerekend naar aanspraken in de andere regeling. Het pensioenfonds zou een standaard leeftijd-afhankelijk profiel kunnen kiezen dat een over de leeftijden variërende mix is van de vier besproken profielen. Het risico dat de totale groep (gewezen) deelnemers kan accepteren, kan daarmee worden geoptimaliseerd. De te communiceren verwachte pensioenen worden aangepast op het leeftijd-afhankelijke profiel. De beschreven profielen kunnen overigens, nu de 'wet verbeterde premieregeling' in werking is getreden, ook door verzekeraars worden uitgevoerd.

CONCLUSIE

Het is in de eerste plaats belangrijk dat een pensioenfonds een eenduidige en uitlegbare doelstelling heeft. Daarmee kan een passend premie- en beleggingsbeleid worden gekozen en kan worden gecommuniceerd over het te verwachten pensioen, gegeven de toezegging, en de onzekerheid daarin. Herverdeling van de risico's tussen (gewezen) deelnemers binnen één pensioenregeling kan het rendement verhogen. Wanneer verdeling van de risico's tussen generaties niet voldoende kan worden gerealiseerd met een leeftijd-afhankelijk profiel, hebben expliciet afgesproken opties tussen generaties de voorkeur boven het herverdelen van risico's met buffers. ■

1 – SER-varianten toekomstig pensioenstelsel: een ALM-analyse, 7 juni 2016

2 – AON Hewitt pensioenthermometer 8 december 2016

3 – Afgeleid van AFM onderzoek Vermogensbeheer- en transactiekosten pensioenfonds 2015.

4 – Deze uitkeringen stijgen jaarlijks op basis van de inflatie. Totaal kunnen deze uitkeringen dus hoger worden dan de nominale uitkeringen.

Drs. R.K. Sagoenie AAG (links) werkt als Principal bij Milliman.

Drs. E. Visser AAG werkt als Consulting Actuary bij Milliman.

