

Alternatieve indexatievormen: Collectief DC

Inleiding

De eens zo rustige pensioenwereld is de laatste jaren volop in beweging. De conjunctuurcyclus bleek niet dood te zijn, en ook risico bleek geen theoretisch begrip te zijn geworden, zoals de forse daling van de aandelenmarkten heeft laten zien. Daarnaast heeft de vernieuwde regelgeving (zoals het nieuw Financieel Toetsingskader (nFTK) en IFRS) gezorgd voor een herdefiniëring van het begrip “risico”, met name door de waardering van verplichtingen op basis van marktrentes in plaats van een vaste rekenrente. Ondanks dat de Nederlandse pensioenfondsen grotendeels opgekrabbeld zijn uit het dal en er volop risicoverlagende maatregelen genomen zijn (zoals de overgang van eindloon- naar voorwaardelijk geïndexeerde middelloonregelingen) wordt er nog stevig gedebatteerd over de houdbaarheid van het Nederlandse pensioenstelsel. Kernpunt hierbij is dat pen-

sioenfondsen in verband met de betaalbaarheid van adequate pensioenen min of meer gedwongen zijn beleggingsrisico's te nemen, maar dat er wel partijen moeten zijn die deze risico's kunnen en willen dragen. Het is weliswaar mogelijk om vele risico's op de financiële markten af te dekken, maar vaak impliceert dit dat slechts de nominale rechten beschermd zijn en/of dat er hoge, kostendekkende reële premies betaald moeten worden. Ondanks de herdefiniëring van risico is en blijft rendement (en dus risico) noodzakelijk om in verwachting zowel premies betaalbaar te houden als pensioenen in voldoende mate waarde- of welvaartsvast te houden.

Eerst staan wij in dit artikel stil bij de aard van de bedreiging van de huidige vorm van risicodeling. Als gevolg van deze bedreiging zullen pensioensystemen componenten gaan bevatten waarin alleen de deelnemers de risico's nog kunnen en willen dragen, in de vorm van zogenaamde collectieve “defined contribution” (DC) regelingen. We lichten toe hoe risicodeling in deze systemen werkt, welke keuzes men hierbij heeft, en hoe deze in een praktisch voorbeeld uitwerken.

Bedreigingen voor de huidige risicodeling

Bij veel Nederlandse pensioenfondsen worden de risico's zowel gedragen door werkgever en werknemer, of anders gezegd, door sponsor en deelnemer. In slechte tijden stijgen de premies en worden de rechten niet volledig geïndexeerd, terwijl er in goede tijden ruimte is voor premieverlagingen en volledige indexatie (en inhaalindexaties). ALM studies worden hierbij niet alleen toegepast om voor verschillende beleidsalternatieven (“pension deals”) te onderzoeken of de solvabiliteitsrisico's acceptabel zijn maar vooral ook om inzicht te geven hoe deze risico's uitwerken voor de verschillende stakeholders en zo tot een “eerlijke” verdeling van lasten en lusten te komen.

Waarom staat dit beginsel, gestoeld op solidariteit tussen jong en oud en tussen actieve en niet-actieve

Henk Hoek, Senior
ALM Consultant,
ORTEC bv



deelnemers, momenteel ter discussie? Vaak wordt als belangrijke reden genoemd de aanscherping van regelgeving, zoals onder nFTK en IFRS, waardoor sponsors zich geconfronteerd zien met onwenselijke risico's in de vorm van herstellpremies en/of het opnemen van pensioentekorten op de balans van de onderneming. In de praktijk willen of kunnen zij dit risico vaak niet nemen. Dit is echter niet de enige en ook niet de belangrijkste reden om na te denken over de toekomst van het Nederlandse pensioenstelsel. De grootste bedreiging voor de houdbaarheid van dit stelsel in de huidige vorm heeft een meer fundamentele aard en betreft de vergrijzing van de Nederlandse samenleving. De gevolgen hiervan worden geïllustreerd in figuur 1. Deze figuur laat voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds de verhouding zien tussen verplichtingen en loonsom, als functie van de leeftijd van het pensioenfonds.

Veronderstellend dat een pensioenfonds dertig jaar geleden is gestart is de hefboom verplichtingen/loonsom gestegen tot 31, wat betekent dat 1%-punt dekkinggraadtekort overeenkomt met 3%-punt van de loonsom. Deze verhouding zal in de toekomst verder verslechteren. Als wij hierbij bedenken dat momenteel de 2e pensioenpijler ongeveer gelijk is aan het totale Bruto Nationaal Produkt geeft dit onmiddellijk aan dat herstel van eventuele dekkinggraadtekorten slechts voor beperkte mate uit premies gefinancierd kan worden, omdat anders de macro-economische effecten te groot zullen zijn. Het verzwakken van de premie als risicoverlagend beleidsinstrument kan twee dingen betekenen: in de eerste plaats het nemen van minder risico, en daar-

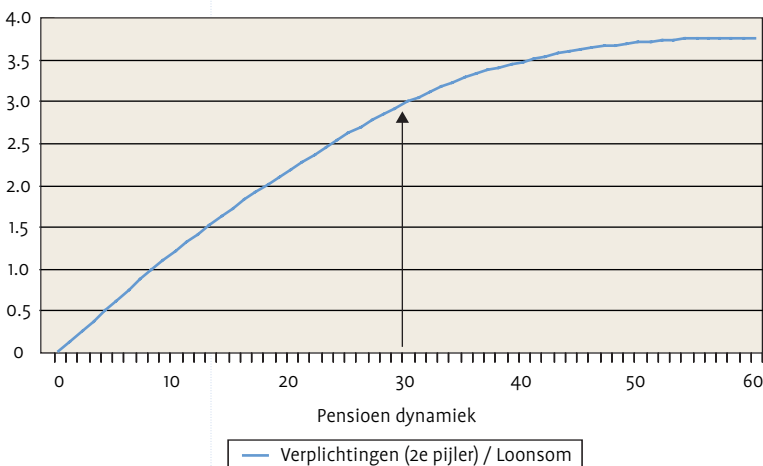
mee in verwachting genoeg nemen met een lager rendement en alle bijbehorende consequenties, of het verplaatsen van risico's naar de andere risicodragers, de deelnemer.

Defined Contribution

Als de premiebetaler de risico's niet meer kan/wil opvangen, en er gekozen wordt voor een vooraf vastgestelde premie² ("defined contribution"), wordt de deelnemer de enige risicodragers. Een eerste, en traditioneel meest voor de hand liggende, mogelijkheid om het risico volledig aan de deelnemers over te dragen is door middel van individueel defined contribution. Voor iedere deelnemer wordt hierbij een vaste (vaak leeftijdsafhankelijke) bijdrage ingelegd, waarvoor hij/zij zelf verantwoordelijk is. Alle rendementen op het ingelegde bedrag, zowel positief als negatief, komen rechtstreeks voor rekening van de deelnemer. Uit vele onderzoeken blijken hier belangrijke nadelen aan verbonden. In de eerste plaats is het nemen van beleggingsbeslissingen iets wat veel mensen niet alleen moeilijk vinden, maar wat zij eigenlijk ook helemaal niet willen, zoals bijvoorbeeld blijkt uit onderzoek van DNB [Van Rooij e.a. (2004)]. In de Amerikaanse situatie vinden Munnell en Sunden (2005) dat individuen geneigd zijn te weinig te sparen en vaak ook dramatische beleggingsbeslissingen nemen, waardoor de kans op een (te) laag pensioen hoog is. Hierbij speelt de vuistregel een rol dat 1% minder rendement gedurende 40 jaar pensioenopbouw overeen komt met een 30% lager pensioen. Ook in het rapport van de WRR en ORTEC, Boender e.a. (2000), komt naar voren dat deelnemers in een individuele DC variant vaak slechter af zijn dan in een collectieve pensioenregeling, waarin solidariteit een belangrijke rol speelt. Zo kan in een collectieve regeling bijvoorbeeld een gepensioneerde profiteren van het beleggingsrisico dat een fonds kan lopen vanwege haar actieve deelnemers, terwijl anderzijds de actieve deelnemers veel baat hebben bij eventuele buffers die al in het pensioenfonds zijn opgebouwd.

De aandacht is de laatste tijd dan ook verschoven van individueel DC naar collectief DC (CDC), waarbij er sprake is van collectieve beleggingen en waarin deelnemers de beleggingsrisico's en -opbrengsten met elkaar delen. In de praktijk hebben al verschillende vormen van CDC het licht gezien. Zo zijn er pensioenfonds waarvoor is besloten om de premie voor een aantal jaren (meestal 5 jaar) vast te zet-

Figuur 1: hefboom als functie van leeftijd pensioenfonds



ten, maar waarbij voor de deelnemers nog steeds een Defined Benefit (DB) regeling van toepassing is. De deelnemers lopen hierbij wel risico's, in de vorm van indexatiekortingen en het korten van rechten in geval van dekkingstekorten, maar worden mogelijk niet beloond met extra verhogingen in goede tijden. Merk hierbij wel op dat de premie zodanig vastgesteld kan zijn dat de kans op indexatiekortingen voor de deelnemers minimaal is, zodat zij er uiteindelijk niet slechter van worden. Een dergelijke regeling kan een aantrekkelijke variant zijn omdat zij, ondanks de DB kenmerken, onder IFRS beschouwd mag worden als DC regeling.

Een andere vorm van CDC is onder andere te zien bij sommige beroepspensioenfondsen, waarbij hoge rendementen ook doorvertaald worden in hogere pensioenaanspraken en dus ook de deelnemers geconfronteerd worden met een DC regeling. Het is deze vorm van CDC waaraan wij in het vervolg aandacht besteden.

Collectief DC: het perspectief van de deelnemer

Het begrip "dekkingsgraad" verliest aan betekenis in een Collectief DC regeling. Uiteraard geeft een dekkingsgraad nog wel inzicht in de verhouding van het aanwezige vermogen en de (markt)waarde van de aanspraken op enig moment, maar deze aanspraken kunnen dusdanig aangepast worden dat bijvoorbeeld onderdekkingen onmiddellijk opgelost worden: niet de dekkingsgraad is in dit geval variabel maar de hoogte van de aanspraken.³ Een dekkingsgraad van 50 bij een verplichting van 100 impliceert hetzelfde vermogen als een dekkingsgraad van 100 bij een verplichting van 50. Dekkingsgraden zullen daarom vooral een belangrijke rol spelen in het beleid (wanneer kunnen rechten verhoogd worden en wanneer moeten ze verlaagd worden?) en minder vanuit solvabiliteitsoogpunt, hoewel dit laatste vanuit een afwikkelingsscenario altijd een rol zal blijven spelen. Omdat risico's en rendementen zich rechtstreeks vertalen naar de rechten of pensioenvermogens van de deelnemers zijn vooral de hieraan verwante maatstaven zoals het bereikt pensioenniveau en de ontwikkeling ten opzichte van een ambitieniveau relevant in een collectief DC regeling.

Om enig inzicht te krijgen in de gevolgen van de invoering van collectief DC regelingen voor de deelnemers beschouwen wij een representatief Neder-

landse pensioenfonds. Dit pensioenfonds heeft een middelloonregeling met een vast opbouwpercentage voor ouderdoms- en nabestaandenpensioen. Zowel actieven als niet-actieven worden, op gelijke wijze, voorwaardelijk geïndexeerd. Merk op dat een vast opbouwpercentage niet noodzakelijk is voor een Collectief DC regeling, maar dat wij hier met name voor gekozen hebben in verband met de volgende maatstaf. We definiëren namelijk, voor alle deelnemers, het bereikte pensioen (hierna "koopkracht" genoemd) als:

Werkelijk pensioenrecht in jaar t / Streefpensioenrecht in jaar t ,

waarbij het streefpensioen gedefinieerd is als het verkregen pensioenrecht⁴, in de middelloonregeling, bij onvoorwaardelijke indexatie. Afhankelijk van het ambitieniveau betreft het hierbij indexatie met prijsinflatie (waardevaste pensioenen) of looninflatie (welvaarts vaste pensioenen). Een koopkracht van 100 komt dus overeen met een volledig geïndexeerd pensioen. We bekijken in de analyses de koopkracht voor twee deelnemers:

- Een actieve deelnemer van 40, die net in het fonds is ingestroomd (zonder waarde-overdracht).
- Een niet-actieve deelnemer van 60.

Een belangrijke keuze bij vormgeving van een CDC regeling is de mate van solidariteit in het fonds. We modelleren solidariteit in onze analyses als buffer vorming, en beschouwen als voorbeeld het volgende indexatie-beleid:

- Bij een eigen vermogen kleiner dan A: korting van rechten
- Bij een eigen vermogen tussen A en B: geen indexatie
- Bij een eigen vermogen tussen B en C: indexatie met prijsinflatie
- Bij een eigen vermogen groter dan C: verhogen van rechten

Korten en verhogen van rechten gebeurt op dusdanige wijze dat het eigen vermogen daarna precies gelijk is aan A respectievelijk C. We onderscheiden twee varianten:

- Geen buffer: $A = B = C$
- Met buffer: $A < B < C$

In de variant “Geen buffer” is wel sprake van collectief beleggen maar niet van verdere solidariteit: rendementen komen rechtstreeks ten goede/kwade aan de deelnemers. Pensioenrechten worden daarmee net zo volatiel als de onderliggende beleggingen. In de “Met buffer” variant is wel sprake van solidariteit: door niet alle rendementen meteen te vertalen in verhoogde/verlaagde pensioenrechten vindt bufferopbouw plaats die niet alleen huidige maar ook toekomstige deelnemers ten goede komt. Deze buffers zorgen er bovendien voor dat pensioenrechten minder volatiel worden, zoals we in onderstaande analyses zullen zien.

Om, tenslotte, het effect van de asset allocatie te onderzoeken beschouwen wij beleggingsportefeuilles bestaande uit een vastrentend gedeelte, met een duration gelijk aan de duration van de verplichtingen, en een gespreid zakelijke waarden gedeelte. We onderscheiden portefeuilles met respectievelijk 0%, 20%,...,100% zakelijke waarden.

Resultaten

We beschouwen eerst de uitkomsten voor de niet-actieve deelnemer, waarbij we een onderscheid maken tussen de risico's en rendementen op korte (5 jaar) en lange termijn (25 jaar). Figuur 2 laat voor de verschillende asset allocaties het effect van solidariteit (“buffervorming”) zien in termen van de gemiddelde koopkracht en de 5% Value-at-Risk van de koopkracht (het 5% slechtste koopkracht scenario over een horizon van x jaar).

We merken allereerst op dat “risicovrij” beleggen, oftewel volledig in vastrentende waarden met een duration gelijk aan de nominale duration van de verplichtingen, in termen van koopkracht verre van risicovrij is. Enig beleggingsrisico is noodzakelijk om in verwachting uit te komen op een gemiddelde koopkracht van 100, zowel op korte als lange termijn.

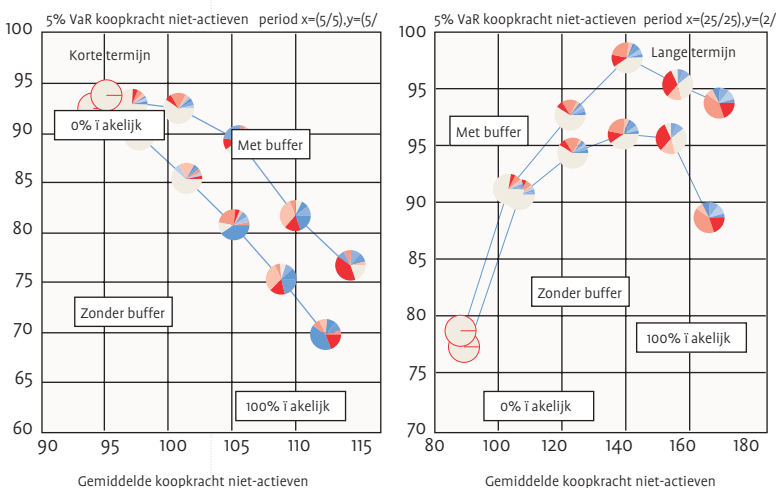
Als tweede zien wij dat risicovoller beleggen op korte termijn leidt tot een toename van het koopkrachtrisico (de 5% VaR koopkracht daalt aanzienlijk), terwijl over een horizon van 25 jaar enig beleggingsrisico (tot 60% aandelen) juist leidt tot een daling van de indexatierisico's. Dit laat zien dat ook relatief oudere deelnemers van een pensioenfonds gebaat zijn bij enig beleggingsrisico, om zo te voorkomen dat hun pensioen in reële termen teveel achteruit gaat. Tot slot zien wij dat, gegeven een asset allocatie, buffervorming niet leidt tot een verbetering van de gemiddelde koopkracht (het beleggingsrendement blijft tenslotte hetzelfde), maar wel tot een lichte verbetering van de indexatierisico's, met name op korte termijn.

Voor de actieve deelnemer van 40 is min of meer hetzelfde verhaal van toepassing, zie figuur 3. Ook hier zien wij dat op korte termijn meer beleggingsrisico leidt tot een stijging van de koopkrachtrisico's, maar dat op lange termijn het risico juist afneemt bij oplopende percentages zakelijke waarden, met name in de variant met buffervorming. Pas bij meer dan 80% zakelijke waarden nemen de risico's weer toe.

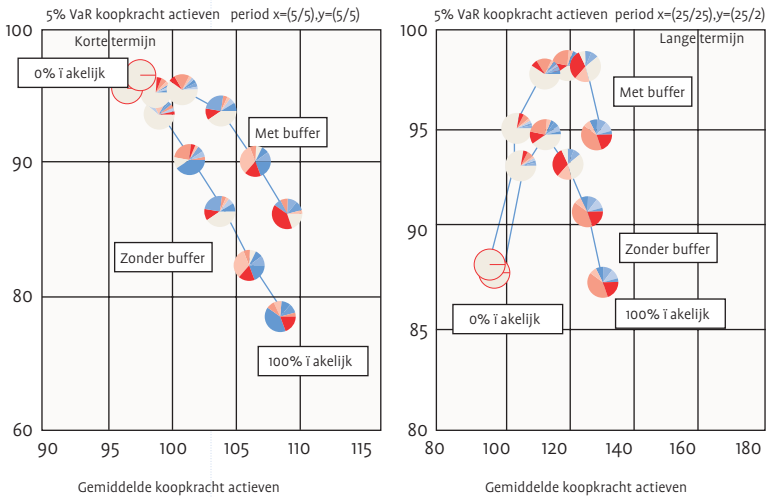
Figuren 2 en 3 geven inzicht in de effecten van buffervorming over cumulatieve maatstaven, gemeten over een langere periode, en laten daarmee de jaar-op-jaar dempende effecten van buffervorming onderbelicht. Zoals al eerder opgemerkt zullen in de variant zonder buffervorming fluctuaties in de hoogte van de aanspraken één-op-één lopen met fluctuaties in de beleggingen. We beschouwen daarom ook een traditionaal “mean-variance” plaatje waarbij wij de gemiddelde jaarlijkse koopkrachtverandering relateren aan de standaarddeviatie van deze verandering.

Figuur 4 laat duidelijk de toegevoegde waarde van buffervorming zien: de standaarddeviatie van de jaarlijkse koopkrachtverandering kan, bij een gelijkblijvende gemiddelde verandering, aanzienlijk gereduceerd worden. Omgekeerd geldt ook dat bij een

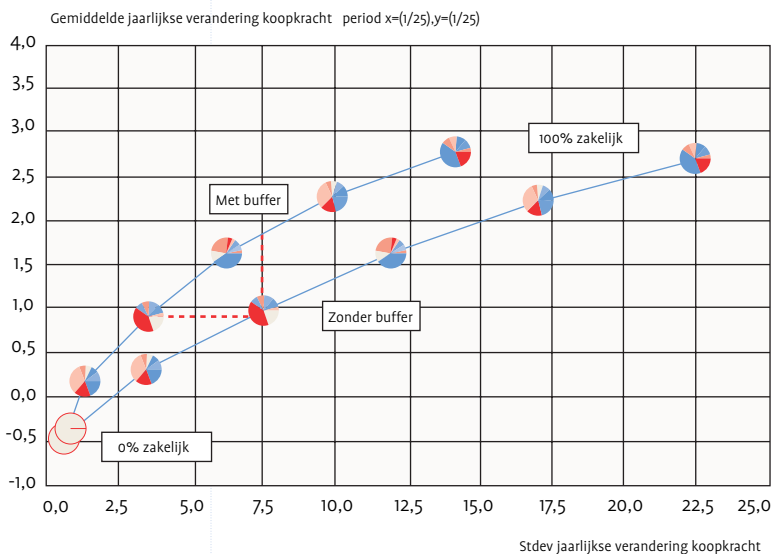
Figuur 2: koopkracht risico's niet-actieve deelnemer



Figuur 3: koopkracht risico actieve deelnemer



Figuur 4: “mean-variance” jaarlijkse koopkrachtverandering



gegeven risiconiveau het rendement, in de vorm van de gemiddelde koopkrachtstijging, aanzienlijk verhoogd kan worden.

Conclusies

Een belangrijke keuze bij het vormgeven van een Collectief DC regeling is de mate van solidariteit. Onze analyses voor een voorbeeldpensioenfonds laten zien dat solidariteit, gemodelleerd als buffervorming, leidt tot demping van de risico's, in dit geval in termen van de koopkrachtontwikkeling van de deelnemers. ALM studies kunnen een belangrijke rol spelen in het onderzoek naar de vraag welke mate

van buffervorming het meest wenselijk is, waarbij de horizon, en daarmee de verdeling van risico's en rendementen over en tussen de verschillende generaties, een belangrijke rol speelt. Daarnaast kunnen ALM studies helpen bij het bepalen van de hoogte van de (vaste) premie en bij de nadere vormgeving van het indexatiebeleid. In deze studies zal vooral aandacht besteed moeten worden aan de gevolgen voor de aanspraken van de deelnemers, met name ten opzichte van een vooraf bepaald ambitieniveau (bijvoorbeeld het pensioenrecht onder een onvoorwaardelijk geïndexeerd middelloonregeling). Uiteraard valt er nog veel te studeren. Hoe bijvoorbeeld om te gaan met initiële overschotten en tekorten ten opzichte van de gewenste bufferniveaus? Welke toegevoegde waarde heeft een leeftijdsafhankelijke beleggingsmix (oftewel leeftijdsafhankelijke risicodeling)? En is Collectief DC de enige “oplossing” om het Nederlandse pensioenstelsel te behouden, of is het efficiënter en effectiever, zowel voor sponsor als deelnemers, om hybride DB-DC regelingen te overwegen?

Literatuur

- Boender, G., S. van Hoogdalem, R. Jansweijer en E. van Lochem (2000), “Intergenerationele solidariteit en individualiteit in de tweede pensioenpijler: een scenario-analyse”, werkdocument W114, Wetenschappelijke raad voor het Regeringsbeleid.
- Munnell, A. en A. Sunden (2005), “Coming up short, The Challenge of 401(k) plans”, Brookings Institution Press.
- Van Rooij, M., C. Kool en H. Prast (2004), “Risk-Return preferences in the pension domain: are people able to choose?”, DNB working paper 25.

Noten:

1. Voor sommige ondernemingen, met name multinationals waarvoor een deel van het arbeidsproces naar het buitenland verplaatst is, kan deze hefboom nog aanzienlijk hoger zijn.
2. Merk wel op dat de hoogte van deze premie grote invloed heeft op de hoeveelheid risico voor de deelnemer, zeker in combinatie met de aanvangsdekkingsgraad.
3. In de markt wordt hierover gesproken als “omgekeerd ALM”.
4. Vanwege het DC-karakter van de aanspraak is het eigenlijk beter om niet van een “recht” te spreken maar bijvoorbeeld van een participatie.