

Ontbinden in factoren: risico-decompositie als basis voor een simpel en solidair pensioen

Ons pensioenstelsel bezwijkt bijna onder complexiteit, verkeerde allocatie van risico's voor alle generaties en wantrouwen. Wanneer alle risicodelende aspecten in het huidige stelsel – markt-risico, niet-marktverhandelde risico's, individueel langlevensrisico, systematisch langlevensrisico en renterisico – op hun merites worden beoordeeld, lijkt alleen het individueel langlevensrisico de basis te zijn voor het collectief delen van risico. Deze basis kan worden behouden – zonder de ballast van complexiteit en verkeerde risico-allocaties – middels een 'dual model', met in de opbouw een collectief beheerde individuele rekening op basis van kapitaal en in de uitkeringsfase een levenslange inkomensgerichte opzet met collectieve risicodeling van het individueel langlevensrisico en met keuzemogelijkheden voor de mate van marktrisico in deze fase.

Ons huidige stelsel is gebouwd op het concept van solidariteit. Meer in het algemeen willen we risico's delen om 'geluk-en-pech-omstandigheden' te reduceren. In het huidige pensioensysteem, dat in de praktijk voor bijna alle pensioenfondsen een zogenoemd Collectief DC-karakter heeft (CDC), delen we heel veel verschillende soorten risico's. Marktrisico, individueel langlevensrisico, renterisico en zelfs een beetje niet-marktverhandelde of zeer slecht verhandelde risico's, zoals systematisch langlevensrisico en inflatierisico. De vraag daarbij is of we in dit stelsel ook echt geluk en pech met elkaar delen, zowel binnen en tussen generaties. Er is de laatste jaren erg veel discussie geweest – en die is nog steeds gaande – over de eerlijkheid en vooral het nut van het delen van risico's tussen generaties. Deels zijn daar terechte redenen voor, zoals het vreemde fenomeen dat in het huidige systeem te veel rentegevoeligheid wordt ingebakken voor jongeren en dit wordt gedeeld met ouderen,

waardoor deze laatsten te grote fluctuaties in hun pensioeninkomen zien en/of jongeren te veel inflatierisico lopen. Dat is geen intergenerationale risicodeling, maar intergenerationale risico-misallocatie.

Tevens is het systeem extreem complex geworden en kan er door kleine aanpassingen in subjectieve parameters veel waarde van de ene generatie naar de andere schuiven. Twee factoren die het vertrouwen in het systeem hebben ondermijnd. Samen met de verkeerde allocatie van risico's naar generaties zijn dat dan ook de grootste zwaktes van ons pensioensysteem. Buiten deze grote designfouten – die zijn ontstaan door het terugtrekken van de werkgever als garantsteller – heeft ons pensioensysteem wel degelijk voldaan aan zijn doelstellingen door 90% van de beroepsbevolking ruim voldoende te laten sparen in de opbouwfase en risico's toe te staan in de uitbetalingsfase, alsmede door langlevensrisico te delen, waardoor er voldoende pensioeninkomen tot aan overlijden beschikbaar is. Op deze punten scoort ons stelsel het beste van de wereld.

Dit gezegd hebbende moeten we daarom ter verbetering van het systeem complexiteit, subjectiviteit en



Theo Kocken
Prof. dr. T.P. Kocken is hoogleraar risicomangement aan de VU en CEO van Cardano

Het systeem is extreem complex geworden en door kleine aanpassingen in subjectieve parameters kan er veel waarde van de ene generatie naar de andere schuiven

verkeerde risicocallocatie elimineren. Daarmee kunnen we niet alleen in Nederland het vertrouwen in het systeem herwinnen, maar ook internationaal weer de nummer 1 positie gaan innemen en misschien een voorbeeld zijn voor onder andere het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Australië. Deze bijdrage poogt in een beperkt aantal pagina's de verschillende risico(solidariteits)vormen te beoordelen op hun merites en te bezien hoe we de meest relevante vormen van risicodeling kunnen behouden, maar wel genoemde grote nadelen uitsluiten.

■ HUIDIGE STELSEL IN DE KERN

In de kern is ons huidige stelsel een pot geld met een set verdeelsleutels om deze pot te verdelen over vele generaties. De verdeelsleutel is dus erg belangrijk, met name omdat cashflows lopen van 1 jaar tot meer dan 80 jaar in de toekomst. Zeer kleine aanpassingen aan de verdeelsleutels kunnen grote effecten hebben voor de deelnemers. Deze discussie wil ik hier niet herhalen; ik volsta met de constatering dat een dergelijke set verdeelsleutels uitermate complex is en vol politiek risico: het risico dat partijen – zoals enkele ouderenorganisaties en een paar politieke partijen – druk zetten op de politiek om zaken ten fa-veure van hun achterban aan te passen.

De manier waarop dit opgespaarde geld wordt verdeeld, is dus extreem relevant en heeft daarbij een typische vorm: deelnemers krijgen door hun inleg aanspraken op pensioeninkomen in de (vaak zeer verre) toekomst. Om het actuele vermogen – lees: beleggingen – te kunnen verdelen over heden en toekomst, dienen de pensioenaanspraken te worden gewaardeerd om te kijken of er voldoende vermogen aanwezig is en of er wellicht moet worden bijgestuurd. Hiervoor moet een disconteringscurve worden gebruikt. Deze bevat – alle discussies over wat een goede, economisch consistente disconteringscurve is, even kort samenvattend – altijd een rentecomponent en, onder zeer strikte condities over tijd en tussen generaties, mogelijk een risico-opslag.

Door het toezeggen van pensioeninkomen wordt de waarde van de pensioentoezegging van bijvoorbeeld een 30-jarige jongere, te ontvangen over 40 tot 60 jaar, extreem rentegevoelig. Tegelijkertijd zal onder het huidige FTK iedere schok in de markt uiteindelijk geheel door jongere actieven worden gevoeld. De vraag is dan waarom er inkomen wordt toegezegd aan een 30-jarige als dit inkomen enerzijds volledig onzeker is en meebeweegt met de financiële markten en anderzijds een enorme rentegevoeligheid creëert. Anders gezegd, het enige dat het toekennen van inkomen aan een 30-jarige doet – vergeleken met gewoon individueel kapitaal opbouwen en risico lopen op de financiële markten – is rentegevoeligheid creëren. Verder niets. Het onbedoelde effect is negatief voor alle deelnemers. Ouderen worden geconfronteerd met een pensioenfonds met veel rentegevoeligheid, waardoor hun inkomen potentieel meer fluctueert dan het zou doen als ze alleen hun eigen inkomen in een aparte pool zouden hebben. Deze ouderen zien hun (nominale) inkomen liever niet da-

Het enige dat het toekennen van pensioeninkomen aan een 30-jarige doet, is rentegevoeligheid creëren. Verder niets

len door renteontwikkelingen, ook al kan het door tegengestelde renteontwikkelingen evengoed stijgen. Jongeren daarentegen hebben als doel hun vermogen te laten groeien met rendementen op diverse beleggingscategorieën die – hopelijk, maar verre van zeker – op termijn de inflatie volgen. Als hun pensioenfonds, waar ook ouderen in zitten, wordt geconfronteerd met extreem rentegevoelig pensioeninkomen, lopen ze het risico dat het renterisico wordt afgedekt. Dit afdekken is mooi om pensioeninkomen veilig te stellen (ouderen), maar werkt averechts als het erom gaat het vermogen zo veel mogelijk inflatie te laten volgen (jongeren).

Samengevat: jongeren lopen te veel inflatierisico en ouderen te veel renterisico door het gedachtegoed uit de vorige eeuw om pensioenpremie voor jongeren om te zetten in pensioeninkomen.

■ ONTBINDEN VAN DE RISICOCOMPONENTEN

Om beter inzicht te krijgen in wat er kan worden verbeterd aan het huidige pensioencontract, of nog een stap verder, wat een ideaal contract zou zijn als we niet werden gehinderd door het huidige contract, lijkt het nuttig enkele vormen van risicodeling te analyseren op hun voor- en nadelen. Dit dient als basis voor het uiteindelijk voor te stellen herontwerp. De belangrijkste risico's die binnen een CDC-pensioenfonds worden gedeeld zijn:

1. individueel (micro) langlevensrisico;
2. systematisch (macro) langlevensrisico;
3. renterisico;
4. niet-marktverhandelde risico's, met name inflatierisico;
5. marktrisico.

De volgorde is enigszins arbitrair, en binnen de beperkte ruimte van dit artikel is het niet mogelijk al deze risico's uitgebreid te analyseren. De nadruk ligt hierna daarom op het intergenerationeel delen van marktrisico's. De andere vormen van risicodeling worden slechts kort schetsmatig op hun merites beoordeeld.

Individueel langlevensrisico

Hoe we ook sparen gedurende ons leven, er is één zeer grote onzekerheid waarvoor we extreem (te) veel zouden moeten sparen als we onszelf niet onderling verzekeren en toch het risico van een te laag inkomen aan het einde van ons leven sterk willen reduceren: het risico dat we (veel) langer leven dan de levensverwachting op het moment van pensionering. Als we op het moment van pensionering € 300.000 hebben gespaard en weten dat onze le-

vensverwachting op dat moment 20 jaar is, kunnen we – voor het gemak even een discontering van 0% aannemend – € 15.000 per jaar opnemen voor consumptie. Naar verwachting! We kunnen natuurlijk ook na 10 jaar doodgaan en grofweg € 150.000 overhouden. Of nog 30 jaar leven en na 20 jaar een groot probleem hebben omdat de pot leeg is, maar ons lichaam nog goed functioneert. Natuurlijk kunnen we ervoor kiezen om bijvoorbeeld slechts € 10.000 per jaar te consumeren en zo verzekerd blijven van inkomen als we nog 30 jaar leven. Maar dat is zonde, want *naar verwachting* kunnen we € 15.000 consumeren en bovendien biedt zelfs die € 10.000 geen garantie: wie weet leven we nog heel wat jaartjes langer dan 30 jaar.

Een zeer oude oplossing, deels van Hollandse origine, is het delen van langlevensrisico in onderlinge pools. In veel pensioensystemen wordt het delen van langlevensrisico gemengd met bijvoorbeeld renterisicoreductie via annuïteiten. Voor velen is dat in de perceptie een bijna onlosmakelijke combinatie. Maar op zichzelf is een annuïteit absoluut geen noodzakelijke voorwaarde voor het delen van langlevensrisico. Het belangrijkste is dat mensen hun idiosyncratische risico van langer leven dan verwacht delen in een pool en daarmee voorkomen dat ze aan het einde van een pot geld nog levensjaren over hebben. Dit kan bijvoorbeeld ook met een grote groep mensen van ongeveer gelijke leeftijd die allen € 300.000 inbrengen en jaarlijks aan iedereen € 15.000 uitbetalen, of meer dan € 15.000, rekening houdend met een klein verwacht rendement.¹ Degenen die vóór de levensverwachting overlijden laten hun restantvermogen na als sterfteinwinst voor degenen die langer leven dan hun levensverwachting. De ‘welvaartsvoordelen’ in termen van risico-rendementsverbetering zijn moeilijk exact uit te drukken, en hangen sterk af van risicodefinities. Maar het eerdere voorbeeld geeft al aan dat, wanneer je 10 jaar extra zult leven boven de verwachting – hetgeen zich met grofweg 10% kans kan voordoen² – en je dus 30 in plaats van de verwachte 20 jaar aan inkomen beschikbaar moet hebben, je al 33% minder kunt consumeren als je dit risico individueel wilt opvangen. Deze risicocomponent delen is, naast een voldoende opbouw van vermogen in de opbouwfase, de kern van ons collectieve pensioenstelsel.

Systematisch langlevensrisico

De onzekerheid van een structurele verandering – in de praktijk veelal een verhoging – van de levensverwachting is een systematisch risico dat niet ‘onderling’ kan worden gedeeld. Natuurlijk kan het wel worden verschoven tussen groepen, maar het niet-idiosyncratische, totaal onzekere karakter zorgt ervoor dat er geen reductie van risico in het systeem kan plaatsvinden. In het huidige pensioencontract wordt het systematische langlevensrisico wel ‘gedeeld’, maar op een zeer vreemde, complexe manier. Als jongeren hun levensverwachting zien stijgen en ouderen niet of nauwelijks, krijgen de ouderen deze schok via aanpassing van de dekkingsgraad toch over zich heen. Anderzijds wordt er via de uitsmeermethode

thode een mogelijk bij ouderen toegenomen levensverwachting doorgeschoven naar jongeren. Een geheel ondoorzichtige methode zonder enige ratio.

Vraag is dan of iedere generatie, ieder cohort zelf zijn schokken in langlevensrisico zou moeten absorberen. Het is redelijk te stellen dat dit antwoord voor actieven ‘ja’ is, aangezien ze dit makkelijk kunnen opvangen met langer werken, en omdat hun human capital (vermoedelijk) ook toeneemt. Voor ouderen geldt dat ze dan de onzekerheid moeten dragen van schokken in langlevensrisico. Aangezien deze schokken voor hen relatief klein zijn – bijvoorbeeld veel kleiner dan de onzekerheid in individueel langlevensrisico ten opzichte van het gemiddelde van de groep – en veel ouderen ook bereid zijn marktrisico te absorberen (zie hierna), lijkt er weinig reden om zeer complexe constructies op te zetten voor het delen van systematische schokken in langlevensrisico. Het alternatief om (macro) langlevensrisico te verzekeren bij externe partijen is weinig aantrekkelijk, in de zin dat er in dat geval met zekerheid een grote risicopremie moet worden betaald door grote onzekerheid in levensverwachting, nog versterkt door gebrek aan kapitaal bij verzekeraars en aanstaande strengere Solvency II-eisen. Mijn afweging is dat dit risico beter individueel kan worden gedragen, met als argumenten onder andere eenvoud, risico-rendement en voldoende potentie tot absorberen.

Renterisico

Een van de meest complexe risico’s om te ‘optimaliseren’ in de context van een life cycle is het renterisico. Hiervoor schreef ik al dat het huidige pensioensysteem zeer vreemd met renterisico omgaat, maar de vraag blijft wat voor een deelnemer ideaal zou zijn. Duidelijk is dat volle opbouw van renterisico via rentegevoelige annuïteiten vanaf jonge leeftijd een inflatievolgend pensioen gedurende de opbouwfase zwaar in de weg staat. Maar wanneer dan wel rentegevoeligheid opbouwen om in ieder geval geen extreem conversierisico op één datum te realiseren als een deel van de kapitaalopbouw rond de pensioenleeftijd naar annuïteiten zal gaan? Die vraag kan niet worden beantwoord zonder te weten wat men in de uitkeringsfase aan (nominale) annuïtaire zekerheid wil. Dit kan onder andere variëren per beroepsgroep en per persoon. Hoe meer iemand streeft naar nominale zekerheid, des te relevanter tijdige

Conceptueel kan rentegevoeligheid opbouwen om het risico van inkopen van annuïteiten te reduceren, geheel los worden gezien van langlevensrisico en marktrisico

opbouw van rentegevoeligheid is. Dit onderwerp is qua 'optimalisatie' complex; er bestaat niet een simpel optimaal antwoord, eerder kun je spreken van een oplossingsgebied waarbinnen de uitkomsten robuust zijn voor onzekere renteontwikkelingen. Maar conceptueel – in de context van een ideaal pensioencontract – is het antwoord eenvoudig: rentegevoeligheid opbouwen om het risico van inkopen van annuïteiten te reduceren, kan geheel los worden gezien van langlevensrisico (micro en macro) en van marktrisico.

Niet-marktverhandelde risico's

Volgens een aantal mensen biedt een collectief risicodelend pensioenstelsel het voordeel dat risico's die niet op de markt worden verhandeld, binnen dit stelsel tussen generaties kunnen worden verhandeld. Verreweg het belangrijkste voorbeeld is het inflatierisico. Dit is een systematisch risico: het treft iedereen, niet 'sommigen wel en anderen niet'. Het verhandelen van dit risico betekent dat sommigen bijvoorbeeld minder van dit risico krijgen en anderen dubbelop. Op zichzelf is dit te rechtvaardigen – zoals ook jongeren meer marktrisico kunnen absorberen dan ouderen – maar uiteindelijk zal er altijd naar een systeem worden gewerkt waarin de absorptie door jongere generaties niet te scheef komt te liggen. De problematiek daarbij is het beprijzen van dit risico. Er is geen markt, dus moet intern een prijs worden bepaald op basis van subjectieve parameters en modellen. Dat resulteert in alle politieke risico's, enorm grote verschuivingen in waarde tussen generaties en exact hetzelfde wantrouwen dat het huidige systeem heeft doen wankelen. Het FTK2 heeft het daarom ook niet gehaald: het wantrouwen zou nog veel groter worden door niet te beprijzen transacties wel uit te voeren. Terwijl het probleem van het renterisico alleen maar groter zou worden, niet kleiner. Dit stelsel opnieuw proberen te introduceren in een nieuw te bouwen pensioenstelsel is in mijn ogen uiterst ongewenst.

Marktrisico's

Een van de meest gehoorde argumenten voor een risicodelend pensioenstelsel tussen opbouwfase en uitkeringsfase is dat er marktrisico's worden gedeeld tussen jongere en oudere generaties. Dit concept speelt al jaren een rol, vaak verwijzend naar studies als een WRR-rapport uit 2000, waarin melding werd gemaakt van maar liefst twee à drie keer meer neerwaarts risico als marktrisico's niet collectief worden gedeeld.³ Dat dit welvaartsvoordeel viel te bereiken, werd verklaard door een DB-stelsel – zonder de mogelijkheid van afstempelen voor welke generatie deelnemer dan ook – te vergelijken met een DC-stelsel zonder bijvoorbeeld een verfijnde life cycle aanpak, dus exclusief de mogelijkheid van risico nemen gedurende de uitkeringsfase.

Anno 2014 is de wereld echter radicaal anders: het DB-stelsel is expliciet CDC geworden, met onzeker pensioeninkomen. Als we willen weten wat de voordelen van dit CDC zijn, moeten we dit vergelijken

Anno 2014 is de wereld radicaal anders: het DB-stelsel is expliciet CDC geworden, met onzeker pensioeninkomen

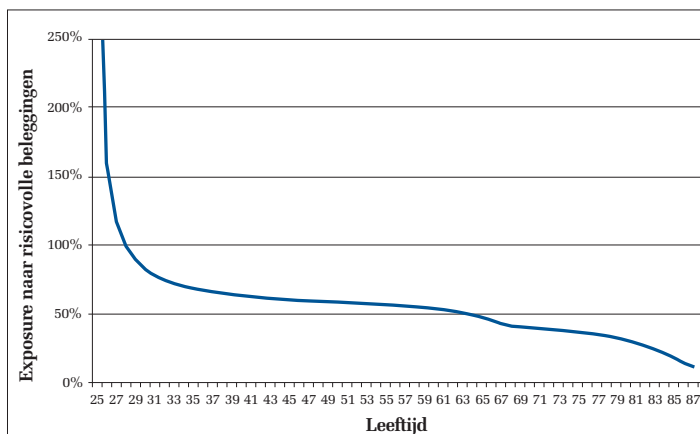
met een stelsel dat geen marktrisico's deelt tussen jongeren en ouderen, maar waar gedurende de uitkeringsfase wel risico kan worden genomen en waar de merites van het huidige CDC dus zo veel mogelijk worden nagebootst. Pas dan wordt duidelijk wat het verschil is tussen individueel marktrisico's absorberen over een levenscyclus en collectief marktrisico's tussen generaties delen. Deze vraag is recentelijk veelvuldig onderzocht, onder andere door het CPB, met duidelijke uitkomsten: marktrisico's worden grotendeels, voor maar liefst 95 tot 99%, gereduceerd door uitsmeren over de levenscyclus in plaats van uitsmeren tussen generaties.⁴

Dit kan vanuit het uitsmeren van tekorten en overschotten met 10% per jaar – het huidige FTK in grote lijnen – als volgt worden geïnterpreteerd. Iemand die zeer oud is, zeg 86 jaar, en nog 1 jaar levensverwachting heeft, zal in geval van een marktschok die de dekkinggraad 15% doet dalen, slechts 1,5% van die schok in inkomensreductie zien voor zijn 'laatste jaar'. En andersom als de dekkinggraad stijgt.⁵ Als het pensioenfonds bijvoorbeeld 50% in risicovolle assets heeft belegd, is het impliciet alsof de 86-jarige 5% in deze risicovolle assets heeft belegd. Een 85-jarige, met nog 2 jaar resterende levensverwachting, zal het eerste jaar 10% van de schok en het tweede jaar 19% (10% plus 10% van 90%), dus gemiddeld grofweg 15% van de schok opvangen en dus een impliciete allocatie van 7,5% (15% van 50%) naar risicovolle assets hebben. Zo terug rede-

- 1 Dit verwachte rendement door het aangaan van (bepikt) marktrisico betekent in dit voorbeeld niet dat marktrisico wordt gedeeld, maar dat dit individueel wordt geabsorbeerd. Bij schokken in het resterende vermogen zal de verwachte uitbetaling jaarlijks worden bijgesteld, identiek voor alle deelnemers.
- 2 De kans om nog 30 jaar te leven was in 2012 voor een 65-jarige man 6,4%, en voor een vrouw 13,8%. Bron: CBS-rapport 11 juni 2013.
- 3 Zie C.G.E. Boender, S. van Hoogdalem, R.M.A. Jansweijer en E. van Lochem, WRR Werkdocument 114: Intergenerationele solidariteit en individualiteit in de tweede pensioenpijler: een scenario-analyse, 2000.
- 4 Zie C. van Ewijk, M. Lever, J. Bonenkamp en R. Mehlkopf, Risicodeling moeilijker. Keuze binnen grenzen, CPB Policy Brief 2014/06.
- 5 In het huidige CDC zit een 'middengebied' (dekkinggraad grofweg tussen 90 en 110%) waar dit niet precies opgaat omdat veranderingen in dekkinggraad niet direct doorwerken in inkomen van gepensioneerden. Ik laat dat hier buiten beschouwing, maar voor het principe van impliciete asset allocatie maakt het niet wezenlijk uit.

nerend loopt de impliciete asset allocatie op naarmate deelnemers jonger zijn. En aangezien ouderen slechts een deel van het risico van de totale asset allocatie absorberen, moet bij jongeren de impliciete asset allocatie als een soort hefboom boven de gemiddelde asset allocatie uitkomen. Figuur 1 toont de totale uitkomst van de impliciete allocatie per leeftijdsklasse.⁶

Figuur 1. Impliciete asset allocatie naar leeftijd voor het FTK



Wat bovenstaande analyse aangeeft, is dat marktrisico's worden gereduceerd door over de levenscyclus risico's te nemen, in plaats van geconcentreerd in een korte periode. In het huidige CDC-stelsel vangen de nu aanwezige generaties onderling 0% van elkaars risico op en smeren ze met name hun eigen risico uit over de levenscyclus: meer marktrisico als ze jong zijn en minder als ze oud zijn.

Bestaat er dan helemaal geen risicodeling tussen generaties in collectieve risicodelende pensioenfondsen? Wel degelijk, alleen betreft dit puur de toekomstige, nog instromende generaties die, onder de aanname dat ze dit onder alle omstandigheden accepteren, risico's kunnen opvangen en daarmee risico-rendement van de huidige generaties verbeteren. Zoals gezegd kunnen deze toekomstige generaties nog één tot enkele procenten van de marktrisico's absorberen. En dat kleine percentage wijkt alleen van 0 af omdat de aanname wordt gemaakt dat het systeem geen discontinuïteitsrisico kent. Jongeren zullen onder deze aanname van continuïteit zelfs bij zeer lage dekkingsgraden – die in het huidige CDC zeker nog kunnen voorkomen, in een orde van grootte van 70% en lager – bereid blijven toe te treden.

Tegenover dit voordeel van die paar procenten risicoreductie, en het grote discontinuïteitsrisico negerend, staat dan het nadeel van hoge complexiteit, wantrouwen door de vele subjectieve parameters en zeer ongewenste allocaties van risico's, met name het renterisico, naar verschillende leeftijdscategorieën. Mijns inziens wegen deze nadelen veel zwaarder dan de beperkte en onder sterke aannames gemaakte voordelen.

Ons pensioenstelsel is origineel opgezet als een werkgeversinstituut dat loon uitstelde en zich minder bekommerde om de risicodeling

DE TOEKOMST

Voorgaande analyse van de verschillende risicocomponenten beslaat het grootste deel van dit artikel. Dat heeft een reden: het is essentieel om allereerst te ontleden welke componenten aan risicodeling wel en niet nuttig zijn om een goed stelsel te bouwen dat simpel, flexibel, vrij van grote politieke risico's en vertrouwenwekkend is.

Dat in ons huidige stelsel allerlei risico's worden gedeeld omdat we in één grote pot beleggen, komt doordat het origineel was opgezet als een werkgeversinstituut dat loon uitstelde en zich minder bekommerde om de risicodeling. Het systeem was nooit ontworpen als een onderlinge waarborgmaatschappij voor werknemers waar het stelsel de laatste vijftien jaar naartoe is gegroeid. Als we de analyse op deze huidige werknemersvorm loslaten, resteert als enig risico waarvan deling (in de uitkeringsfase) echt veel toegevoegde waarde kent zonder dat het extreme nadelen met zich meebrengt, het individuele langlevensrisico. Alle andere vormen voegen weinig toe in verhouding tot de nadelen, hoe graag we ook zouden zien dat we intergenerationeel wonderen kunnen verrichten met het delen van niet-diversificeerbare systematische risico's.⁷

Door deze analyse is het ontwerp van het 'ideale pensioensysteem' een stuk makkelijker te realiseren. We weten dat we voldoende geld (uitgesteld loon) willen inleggen, daarmee beleggingsrisico over een zeer lange horizon willen nemen om een goed pensioeninkomen betaalbaar te maken, dat we beleggingsrisico langzaam willen afbouwen over ons leven, maar niet per se naar nul willen brengen over de lange periode van pensionering. We weten ook dat we individueel langlevensrisico willen delen zodra we gaan uitbetalen, om te voorkomen dat er aan het einde van de pot nog een lang stuk leven in armoede resteert. Twee fases, te weten een opbouwfase zonder en een uitbetalingsfase met risicodeling, vragen om een dual model:

1. individueel beleggen in een collectief beheerd stelsel gedurende de opbouwfase volgens een zinlijk life cycle patroon. Inclusief geleidelijke hedging van renterisico voor dat deel waarvoor een risicoloze inkomenscomponent in de uitbetalingsfase gewenst is;
2. gezamenlijk langlevensrisico delen gedurende de uitbetalingsfase, zodat levenslange pensioenuitkeringen veilig worden gesteld, met de mogelijkheid tot het nemen van marktrisico, dus zonder gedwongen volledige omzetting naar annuïteiten.

Dit zijn twee essentiële basisconcepten, ook essentieel anders dan het huidige stelsel of welk stelsel dan ook ter wereld.⁸ Met deze twee componenten kunnen diverse varianten worden gebouwd. Een van de meest extreme varianten bouwt richting uitbetalingsfase het marktrisico langzaam volledig af, terwijl het renterisico daarbij de laatste 15, 20 jaar voor pensioering geleidelijk wordt gehedged, anticiperend op een volledig annuïtaire pensioenfase. Deze annuïteit is in termen van marktrisico dan misschien risiceloos, maar zal dat feitelijk beslist niet zijn, niet alleen door aantasting door inflatie, maar ook doordat potentiële systematische langlevenschokken zullen worden omgezet in een lager inkomen per jaar.

Een alternatieve variant is om bij de overgang naar de uitbetalingsfase een substantieel deel van het kapitaal, bijvoorbeeld 40%, in risicovolle beleggingen te laten zitten, en het andere deel in annuïteiten onder te brengen.⁹ In de laatste jaren van de opbouwfase wordt dan slechts een deel van het kapitaal in toenemende mate gehedged tegen het renterisico, om de andere 60% kapitaal naar nominale annuïteiten te kunnen converteren. De 40% blijft dan rendement opleveren – waarbij dit percentage ook gedurende de pensionering langzaam kan afnemen – en wordt in stukken uitgekeerd als inkomen, maar dan als wat meer onzeker inkomen. Dit deel is ook uitermate geschikt als ‘indexatiebuffer’ en voor het opvangen van mogelijke schokken in langlevensrisico. Maar het is dan een individuele buffer, in de zin dat, afgezien van overlijden, anderen geen aanspraak op dit vermogen kunnen maken via veranderingen in parameters, et cetera.

In feite zijn binnen het duale model vele varianten mogelijk. Dit zal niet zozeer binnen de wet, maar veeleer door toezichthouders binnen kaders dienen te worden geleid. Pensioenbesturen, in samenwerking met DNB en AFM, kunnen zich zo meer gaan concentreren op het juist en op maat gesneden alloceren van risico's voor de diverse generaties deelnemers, in plaats van op het moeizaam nakomen van complexe regels in een stelsel waarin risico altijd verkeerd wordt gallocceerd.

Zoals gezegd dient er veel te worden ingevuld. Niet alleen de exacte life cycle profielen over opbouw- en uitbetalingsfase (zowel marktrisico als renterisico), maar ook zaken als weduwe- en wezenpensioen, arbeidsongeschiktheid en veel meer. Maar deze aspecten kunnen door de eenvoudige opzet van het duale stelsel zeer makkelijk en flexibel worden vormgege-

ven, met keuzevrijheid voor pensioenfondsen en (beperkt) voor deelnemers.

Transitie

Tot slot is er nog de vraag van de transitie. De overgang naar een dergelijk systeem is niet eenvoudig. Dit komt zowel door de doorsneepremie, die geen stand kan houden bij transparante kapitaalopbouw, als door de omzetting van de huidige complexe pensioentoezeggingen naar individueel, maar collectief belegd kapitaal in de opbouwfase. Uitwerking hiervan gaat voor dit artikel te ver, maar in de eerder aangehaalde publicatie van Boelaars et al (2014) worden al wel enkele voorstellen voor deze transitie gedaan. Het is overigens niet de vraag is of deze transitie zal plaatsvinden, maar of we snel genoeg reageren met nieuwe wetgeving, dan wel door te lang wachten een zeer tragische semi-transitie krijgen, waarbij meerdere systemen naast elkaar komen te bestaan die geen van alle goed zijn. Dit is het Verenigd Koninkrijk overkomen rond 2004, toen DB-fondsen abrupt werden gesloten voor nieuwe deelnemers, maar de alternatieven zeer suboptimaal waren omdat de sector en de politiek geen oplossingen hadden gezocht, en waar ze nu zoveel jaar later proberen de boel langzaam weer op het goede pad te krijgen. Klaas Knot merkt in de Volkskrant van 31 december 2014 terecht op ongeduldig en bezorgd te zijn over de voortgang van de pensioenhervormingen in Nederland. Recente discussies binnen de sector en de politiek geven echter hoop dat noodzakelijke veranderingen snel gaan plaatsvinden. ●

Binnen het duale model zijn vele varianten mogelijk. Dit zal niet zozeer binnen de wet, maar veeleer door toezichthouders binnen kaders dienen te worden geleid

- 6 Zie voor verdere toelichting K. Bouwman en T. Kocken, Marktrisico-delend versus individueel pensioen. Replicatie van een collectief FTK pensioen, Cardano Working Paper, 21 oktober 2014.
- 7 Deze conclusie is gebaseerd op het wegen van de voor- en nadelen. De nadelen (subjectiviteit, potentiële verschuivingen van waardes tussen generaties en politiek risico, complexiteit en verkeerde allocaties van renterisico in het huidige systeem) worden veel zwaarder gewogen dan de voordelen (het delen van systematische risico's, zoals marktrisico en inflatierisico). Onder andere in Boelaars et al (2014) wordt deze analyse ook uitgevoerd, maar brengt een aantal auteurs andere weggingen aan, hetgeen tot nuances tussen de auteurs in preferenties voor pensioendesign leidt. Zie I. Boelaars, A.L. Bovenberg, D. Broeders, P. Gortzak, S. van Hoogdalem, T. Kocken, M. Lever, Th. Nijman en J. Tamerus, Duurzame Vormgeving van het Nederlandse Collectieve Aanvullende Pensioen, Netspar Occasional Paper, 2014.
- 8 Dit betekent overigens niet dat dit idee uniek is; in Nederland denken meerdere praktijkmensen en academici deze richting uit. Zie onder andere A.L. Bovenberg, Th. Nijman, Persoonlijke Pensioen Rekeningen met risicodeling, NEA Paper Netspar No. 56, 2014.
- 9 Zowel het onzekere als het annuïteitendeel deelt dus collectief het individuele langlevensrisico.