

Transparante solidariteit: een pensioenontwerp voor de toekomst

Op 11 december jongstleden promoveerde 'risicoloog' Theo Kocken op zijn onderzoek naar de curieuze aard van het pensioencontract. Zijn analyse vindt er geen doekjes om: In een vergrijzende samenleving is ons pensioensysteem van risico(ver)deling aan drastische herziening toe. Mariska van der Westen sprak met hem en zijn promotoren, Jean Frijns en Guus Boender, over de kleine lettertjes van het Nederlandse pensioencontract en hoe ze moeten worden herschreven.

Wie het laatst lacht, lacht het slechtst

Theo Kocken, directeur van Cardano Risk Management, presenteerde onlangs zijn proefschrift 'Curious Contracts', een analyse van de impliciete contracten tussen generaties die de grondslag vormen van ons tweede pijler pensioenbestel.

"De strekking van mijn onderzoek is eigenlijk heel eenvoudig," zegt Kocken. "Je hoeft mijn proefschrift niet eens te lezen. Je hoeft er alleen maar naar te kijken."

Op de omslag van 'Curious Contracts' prijken portretten van meerdere generaties, gerangschikt van boven naar beneden. Bovenaan de kaft kijkt een rij vrolijke bejaarden de lezer lachend aan. Maar de jongere gezichten daaronder lachen al minder breed, en verder naar beneden worden de hoofden in toenemende mate vervormd door het gewicht van de generaties erboven. De peutertjes helemaal onderop worden vrijwel platgedrukt. Het is duidelijk dat daar niet veel te lachen valt.

Kocken maakte gebruik van concepten uit de optieprijsstheorie om de inherente overeenkomsten die pensioenfondsdeelnemers met elkaar sluiten inzichtelijk te maken en objectief te waarderen. Met name in een systeem waar de sponsor-onderneming zich terugtrekt als risicodragers, en waar deelnemers de pensioenzaak dus met elkaar moeten klaren, is het naar zijn idee van belang dat men precies weet wat men aan elkaar heeft – en wat men daarvoor over moet hebben.

Zijn conclusies liegen er niet om. Als pensioenfondsen worden doorgevoerd en de impliciete overeenkomsten transparant worden gemaakt, blijken jongere generaties aantoonbaar aan het kortste eind te trekken.

Systeem staat op klappen

Dat de vergrijzing jongere generaties onder druk zet is geen nieuwe gedachte. Binnen de kapitaalgedekte pensioenfondswereld is er voorts nog geen sprake van een financieringsprobleem: De benodigde pensioenen zijn immers al op voorhand bij elkaar gespaard. Opvangen van de vergrijzing is voor pensioenfondsen dus vooral een kwestie van risicoverdeling en -beheer. Tot voor kort vertrouwde men hierbij op twee steunpilaren: de traditionele risicodeling met de werkgever en de intergenerationale solidariteit tussen de deelnemers. Naarmate de druk van de vergrijzing toeneemt, beginnen die steunpilaren echter te wankelen.

De internationale boekhoudregels brengen dit proces in een stroomversnelling. Door de accountingstandaard worden de risico's immers ineens zichtbaar op de ondernemingsbalans.



Theo Kocken, directeur Cardano Risk Management

"Als een pensioenfonds in de problemen kwam, kon men die klappen vroeger opvangen door de premie met 1% te veranderen. Nu gaat dat niet meer. Het premie-mes is bot geworden met het rijper worden van de fondsen, en dit proces zal met de aanstaande demografische ontwikkelingen alleen maar sterk toenemen. Werkgevers komen er achter dat ze zich niet meer garant kunnen stellen," zegt Kocken. "Dat kom ik elke week wel een keer tegen."

Guus Boender doet daar nog een schepje bovenop. "Ik heb zelfs dagelijks met dit verschijnsel te maken," zegt hij. "Bedrijven moeten zich er rekenschap van geven welke risico's ze wel, en welke ze niet op zich kunnen nemen. Als een onderneming 1% van de dekkingsgraad wil inkoop

dan kost dat gemiddeld in Nederland 2,5% van de loonsom. Maar bij sommige bedrijven ligt dat percentage fors hoger, en bij een aantal multinationals kan dat oplopen tot 10 – 20%. Als de dekkinggraad met 10 procentpunt omhoog moet, brengen sommige ondernemingen zichzelf economisch in gevaar door een dergelijk risico op zich nemen. Werkgevers moeten dus bepalen welk risico verantwoord is, en zich terugtrekken in de mate waarin de risico's inderdaad niet houdbaar zijn."

Het gaat hierbij om een structurele kwestie, vult Jean Frijns aan. "De problematiek wordt weliswaar blootgelegd door de nieuwe boekhoudregels maar wordt er niet door veroorzaakt."

"Als de risico's gekwantificeerd konden worden zou een onderneming bijvoorbeeld kunnen zeggen: ik neem 10% of 20% van die risico's voor mijn rekening en die koop ik af, zodat ik ze niet op mijn balans hoeft te nemen. Maar zolang zo'n heldere berekening ontbreekt is er maar één keuze: alles of niets," zegt Kocken. Bedrijven kunnen zich niet langer veroorloven de risico's van een pensioenfonds voor de volle 100% op hun balans te zetten. "Daarom stapt men over op collectief DC, waarbij de werkgever wel een vaste premie maar geen additionele bijstortingen meer voor zijn rekening neemt. Of er wordt naar puur individueel DC overgegaan, met individuele spaarrekeningen en zonder solidariteit en zonder de mogelijkheid van geïndexeerde pensioenen."

Als bedrijven afhaken op grond van het feit dat de risico's voor hen niet langer stuurbaar en beheersbaar zijn, blijven de deelnemers met diezelfde risico's zitten. En door het terugtreden van de werkgever worden die er niet stuurbaarder op. "De intergenerationale solidariteit komt daardoor steeds meer onder spanning te staan. Als je dat niet onderkent, gaat het systeem een keer klappen. Dat zou zonde zijn," zegt Kocken.

'Eerlijk delen': jij een beetje meer risico dan ik

Kocken, Boender en Frijns achten de kans groot dat defined contribution-modellen het traditionele DB-model zullen verdringen.

Of collectief DC daarbij stand weet te houden tegenover individueel DC is nog de vraag: de houdbaarheid van het collectieve stelsel in zijn huidige vorm is op zijn minst twijfelachtig. "Het 'collectieve' in collectief DC is nuttig, want het biedt de mogelijkheid tot indexatie en opvangen van risico's bij die generaties die het kunnen dragen. Maar op termijn is een collectief systeem alleen houdbaar als de risico's, kosten en baten helder inzichtelijk zijn en hun verdeling gerechtvaardigd is," stelt Kocken. Om de mogelijkheden in kaart te brengen om tot een heldere risicoverdeling op basis van 'fair value' te komen, ontwikkelde hij een methode om de 'embedded options' in een pensioenfonds transparant te maken.

"Uit mijn analyse komt naar voren dat in de huidige systematiek jongere deelnemers sterk worden benadeeld in termen van niet-marktconforme beloning voor gelopen risico," vertelt Kocken. "Actieven dragen in het fonds impliciet tussen de 20% en 50% aan waarde over op basis van de opties die ze schrijven. Dit neemt door de toenemende vergrijzing van het pensioenfondsstelsel structureel hoge waardes aan. Op termijn zal men daar niet toe bereid zijn."



Jean Frijns, buitengewoon hoogleraar beleggingsleer en voormalig ABP-directeur

Jongere deelnemers hebben in de huidige systematiek geen uitzicht op een marktconforme beloning voor het risico dat ze lopen.

"Dit vind ik één van de meest schokkende uitkomsten van Theo's onderzoek," zegt Jean Frijns. "In het huidige systeem wordt bijzonder goed gedefinieerd wat de lasten zijn: Als het niet goed gaat met het fonds lopen de actieven kans dat hun indexatie wordt gekort, dat hun premie omhoog gaat, en zelfs dat hun rechten worden gekort. Maar vervolgens wordt nergens gedefinieerd in hoeverre ze recht hebben op de lusten. Als de actieven niet eenduidig recht hebben op het surplus hebben zij geen faire deal gekregen. Die rechten zijn nu nergens gespecificeerd: het is volslagen onduidelijk aan wie het surplus toebehoort."

Lusten en lasten

Veel pensioendeskundigen vinden dit echter onzin. De vraag aan wie het surplus toebehoort, heeft in een collectief DC-regeling een eenvoudig antwoord: Het surplus is eigendom van het collectief van deelnemers.

"Dat is geen antwoord," zegt Kocken. "Stel dat ik geld investeer in een beleggingsfonds en men vertelt mij: 'als de aandelenportefeuille omlaag gaat zal uw belegging aan waarde verliezen. Maar wat er gebeurt als de aandelen omhoog gaan, tja, dat weten we nog niet. Dat rendement gaat ergens in een grote pot, waarvan de verdeling niet bepaald is en nog generaties kan worden uitgesteld.' Dat zou onacceptabel zijn."

Als tegenargument kan men stellen dat het surplus wel degelijk wordt toegedeeld, bijvoorbeeld door aan alle deelnemers ongeacht leeftijdscohort jaarlijks een rendementsdeling van 4% toe te kennen.

Dit is echter geen faire verdeling van de lusten vindt Kocken: "Op grond van het gelopen risico zou men de actieven in goede tijden misschien wel 15% moeten toekennen als het goed gaat."

Volgens Kocken's berekeningen delen de actieven niet evenredig mee in de lusten. Maar ook de lasten zijn in de huidige pensioenmodellen niet eerlijk verdeeld. Nu de waarde van de impliciete opties kan worden berekend wordt pas duidelijk waar de pijn zit:

"Men heeft het idee dat in slechte tijden iedereen in dezelfde mate gekort wordt. Maar als je dat daadwerkelijk gaat narekenen, blijkt dit

niet het geval te zijn." Hij haalt een voorbeeld aan: "Een gepensioneerde die vandaag pensioen ontvangt uit een "rijp" pensioenfonds met een reële dekkingsgraad van 80 – en daarvan zijn er genoeg in Nederland – teert in op het vermogen van de actieven in dat fonds. Zelfs indien de indexatie conditioneel is, betaalt zo'n gepensioneerde slechts 10% van het risico, terwijl de actieven relatief bijvoorbeeld 40% of meer voor hun rekening krijgen."

Tijd voor een nieuw pensioenontwerp:
"Als solidariteit ten koste moet gaan
van transparantie klopt er iets niet"

”

Ex-post versus ex-ante

"Theo's onderzoek maak niet alleen zichtbaar waarin het huidige pensioenontwerp tekort schiet, maar verschaft ook de middelen om een nieuw, meer duurzaam model te ontwikkelen," zegt Jean Frijns.

"Een fair en houdbaar systeem is in essentie gebaseerd op ex-post in plaats van ex-ante waardeverdeling," licht Kocken toe. "Een dergelijk systeem vraagt dus niet van actieve deelnemers dat ze op voorhand een deel van hun inleg afstaan zonder dat duidelijk is wat ze daarvoor terugkrijgen. In plaats daarvan schrijven de deelnemers opties naar elkaar. De actieve verplicht zich er bijvoorbeeld toe om de gepensioneerde te betalen als diens pensioen onder een bepaald grens dreigt te komen, en de gepensioneerde geeft aan de actieve voor het uitschrijven van die optie een marktconforme vergoeding. Dat kan onder andere door expliciete beloning voor jongeren in geval van positieve beleggingsresultaten."

In feite koopt de gepensioneerde van de actieve een verzekering tegen slechte tijden; de actieve neemt het risico van de gepensioneerde over, en krijgt hiervoor een billijke risicopremie. Door dergelijke transacties kunnen de risico's geheel transparant en tegen marktconforme waardering worden verhandeld.

Dit leidt tot een pensioenontwerp waarin onderscheid wordt gemaakt tussen een 'opbouwfase' en een 'annuïteitenfase' [zie ook pagina 25-28, CDC – Interview]. Jongere generaties die beschikken over voldoende 'human capital' om zich meer risico te veroorloven, kunnen de upside daarvan ten volle benutten; ouderen kunnen zich indekken voor de downside. De geschreven opties kunnen met behulp van Kocken's methode volledig objectief worden gewaardeerd, waardoor lusten en lasten fair worden verdeeld.

Solidariteit: heilige huisjes en eigenbelang

Velen in de pensioenwereld zijn echter huiverig voor zo'n 'berekend' pensioenmodel. Het succes van het Nederlandse pensioensysteem berust voor een belangrijk deel op het principe van solidariteit, en daarbij gaat het er niet om dat men marktconform voor zijn inspanningen beloond wordt. Het gaat erom dat men wat voor elkaar over heeft.



Door de pensioensystematiek te herleiden tot een verzameling onderlinge transacties, zo vreest men, wordt het solidariteitsprincipe ondergraven. Daarmee kan dit de aanzet geven tot een ieder-voor-zich-benadering zoals het Amerikaanse individueel DC waarbij men niets meer over heeft voor de ander.

"Eigenlijk is het heel erg dat men zo denkt. Men zegt in feite dat solidariteit essentieel is voor het systeem – maar dat die solidariteit alleen gehandhaafd kan worden zolang mensen niet weten wat dit precies inhoudt," zegt Frijns. "Ik zou een systeem niet op zo'n wankel basis durven bouwen."

Als solidariteit ten koste moet gaan van transparantie dan klopt er iets niet, vindt ook Guus Boender. "Er gebeuren dingen in pensioenland onder het mom van solidariteit die daar in feite niets mee te maken hebben," zegt hij. "Zo worden in het kader van vroegpensioen bepaalde groepen heel erg bevoordeeld terwijl dit ten koste gaat van anderen."

Wie aandringt op transparantie loopt kans ervan te worden beschuldigd tegen solidariteit te zijn. "Ik ben juist een groot voorstander van solidariteit, maar als je dat solidair noemt ben ik daar inderdaad tegen," aldus Boender. "Daar is echter niets solidairs aan – dat is puur eigenbelang. En als men dat niet meer transparant durft te maken moeten we ons ernstig gaan opwinden, want dan valt ons stelsel na verloop van tijd echt uit elkaar."

"Wij zijn voor transparante solidariteit," voegt Frijns toe.

Alliedrie zijn van mening dat een objectieve waardering van de pensioencontracten eerder zal schragen dan bijten.

"Als je de transacties tussen deelnemers expliciet maakt en objectief waardeert, voorzie je solidariteit juist van een solide basis," zegt Kocken. "Want alleen zo kun je ervoor zorgen dat de kosten en baten eerlijk worden verdeeld."

Ook de vrees dat zijn systematiek leidt tot individueel DC is naar zijn mening ongegrond.

“Er is geen sprake van verschillende assetmixen of een daadwerkelijke uitsplitsing per leeftijdscategorie, laat staan per individu,” licht hij toe. “Het pensioenfonds blijft één collectieve pot en je blijft de risico's delen. De risicoverdeling wordt echter verhelderd en evenredig beloond. Naarmate deelnemers jonger zijn lopen ze meer aandelenrisico en is hun beloning ook navenant hoger. Naarmate men ouder wordt krijgt men juist meer zekerheid. Maar het blijft een collectief en solidair systeem. Zo blijft voor de ouderen een basisrisico over dat niet helemaal afgedekt kan worden door inflation-linked bonds; dat nemen de jongeren op zich.”

Buffers overboord

Al blijven collectiviteit en solidariteit wellicht onverkort van kracht, een collectief DC zoals Kocken voor ogen staat is niettemin fundamenteel anders dan de huidige pensioenmodellen. Dat heeft aanzienlijke consequenties voor het toezicht. Een ‘herzien’ CDC zal zich in belangrijke mate onttrekken aan het gangbare toetsingskader.

“In de klassieke DB-situatie treedt de werkgever op als garantiever. De toezichthouder eist dan terecht een buffer om deze garantie zeker te stellen. Als de werkegeversgarantie wegvalt zijn deelnemers gewoon samen aan het sparen. In die situatie is het absurd om een buffer aan te houden voor hun totale gezamenlijke spaargeld,” zegt Kocken. “Als ik 100 euro inleg in een beleggingsfonds krijg ik ook geen brief thuis die me vertelt: ‘Kom nog maar 30 euro bijstorten, want misschien gaat het wel fout met die 100 die je hebt ingelegd.’”

Frijns is het in principe met hem eens, maar heeft bedenkingen: “Het systeem dat Theo beschrijft is een vorm van onverzekerde opbouw en verzekerde uitkering. Voor die tweede component heb je dus wel beklemd reserves nodig, of een trekkingsrecht op de jongeren.”

Volgens Kocken is het laatste het geval: De jongere deelnemers staan garant voor het ‘verzekerde’ pensioen van de post-actieven. Dit “verzekerde” deel is dus het zogenaamde “senior debt” op de balans van het pensioenfonds. Naar zijn mening is daarvoor geen extra buffer vereist bovenop het totale spaargeld: “Het eigen vermogen van de jongere deelnemers fungeert als buffer voor de uitbetaling aan de oudere generatie.”

Als er geen aparte buffers hoeven te worden aangehouden is het pensioenfonds wendbaarder en heeft het natuurlijk ook meer te beleggen. Bepaald geen onbelangrijke voordelen.

“Ook vanuit de optiek van de toezichthouder en de economische efficiëntie van kapitaal zijn hier voordelen te behalen,” stelt Kocken. “Het huidige systeem is procyclisch. In slechte tijden moet men geld bijpassen – dat is inherent aan een buffersysteem. Voor het model dat ik voorstel geldt dit niet. Mijn systematiek is daarmee macro-economisch veel minder riskant.”

Of De Nederlandsche Bank ingenomen is met een dergelijk pensioenfondsontwerp zal nog moeten blijken.

“Ik verwacht dat DNB moeite zal hebben met het idee dat er exclusieve claims op het surplus worden gelegd,” zegt Frijns. “Maar ik denk dat de transparantie van de systematiek veel weerklank vindt.”



Guus Boender, hoogleraar ALM en directeur ORTEC

Transparante solidariteit: open de ramen

Volgens Guus Boender begint de pensioenwereld zich langzamerhand te realiseren dat het pensioenmodel aan een grondige herziening toe is. “Vooral bij de grote fondsen begint men wakker te worden. Daar wordt intern al jaren aangedrongen op meer transparantie, en besturen beginnen daaraan gehoor te geven. Men schrikt er nog voor terug dit naar de deelnemers te communiceren, maar je ziet de ramen beetje bij beetje opengaan.”

Ook Frijns denkt dat de sector openstaat voor een herontwerp van het pensioenmodel op basis van de technieken die Kocken heeft ontwikkeld. “Vroeger zou ik daarover pessimistisch zijn geweest. Maar nu zie ik toch veel beweging. Denk bijvoorbeeld aan het Spoorwegpensioenfonds, dat plotseling aankondigde voortaan als collectief DC verder te gaan. Ik was daardoor zeer verrast. Er verandert veel, soms van de ene op de andere dag. Het zou me dan ook niet verbazen als een aantal pensioenfondsen Theo's systematiek in praktijk gaat brengen. Al verwacht ik wel dat men dit in alle stilte zal doen, zonder veel ophef.”

“Men geeft aan dit soort zaken geen ruchtbaarheid – dat is typisch Nederlands. Maar binnen een jaar of vijf zul je wel een groot aantal van dit soort constructies gaan zien,” meent ook Kocken.

Dat zou een goede zaak zijn, vindt Boender. “Als het gaat om de toekomst van het collectieve systeem is ‘solidariteit gebaseerd op transparantie’ de belangrijkste boodschap. En met behulp van Theo's theorie kan men dat daadwerkelijk waarmaken.”