

Collectief pensioencontract en individuele preferenties

Ponds, E.H.M.

Published in:
Vergezichten

Publication date:
2005

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Ponds, E. H. M. (2005). Collectief pensioencontract en individuele preferenties. In R. Bauer (Ed.), *Vergezichten Riskmatrix*.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright, please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Dr. Eduard H.M. Ponds

Collectief pensioencontract en individuele preferenties

Short Notes 2005 - 009

Collectief pen

Collectief pensioencontract en individuele preferenties

sioencontract

Dr. Eduard H.M. Ponds *Coördinator Strategie, Algemeen Financieel Beleid, ABP Financiën*

t en individu

ele preferenti

es



Inleiding^{1]}

Een typisch pensioenfonds voert een uniforme regeling uit voor een heterogeen bestand van deelnemers. De financiering vindt plaats op collectieve grondslag: doorsneepremie, één asset-mix en risicodeling. Aan collectief vermogensbeheer en risicodeling binnen pensioenfondsen zijn in vergelijking met een individuele pensioenregeling (defined contribution) belangrijke voordelen te onderkennen^{2]}. Te noemen is: 1) zeer lage kosten dankzij economics of scale, 2) verantwoorde allocatie van collectief beheerde gelden, 3) adequate oudedagsbesparingen en 4) verzekering tegen op de markt onverzekerbare risico's op het vlak van inflatierisico en 'levensstandaardrisico' dankzij risicodeling tussen jong en oud.

De individuele deelnemers zijn onderling evenwel verschillend in de mate van risicoaversie. Het is voor individuen rationeel om in hun jonge jaren veel beleggingsrisico te nemen en het risico vervolgens gestaag te verminderen als ze ouder worden (Bodie et al, 1992). De oudere deelnemers zullen daarentegen de voorkeur hebben voor een beleid met veel zekerheid zodanig dat de indexatie jaarlijks kan worden nagekomen.

Naast verschillen in leeftijd zal er ook binnen leeftijdsgroepen sprake zijn van meer en minder risicoaverse individuen. Het is daarom van belang dat collectiviteit en risicodeling enerzijds en uiteenlopende voorkeuren anderzijds samengaan binnen een heterogeen deelnemersbestand.

Degenen die meer risico willen nemen dan de collectieve regeling, zouden hierin tegemoet moeten worden gekomen. In paragraaf 2 worden twee stappen in deze voorgesteld. Ten eerste dient het pensioenfonds zo weinig mogelijk risico aan te gaan in de basisopzet van de funding. Dit is te realiseren door mismatchrisico zoveel mogelijk te vermijden door de beleggingsmix af te stemmen op de verplichtingen. De tweede stap is dat de deelnemers de mogelijkheid krijgen van 'opting-out', waarbij de gelden ter dekking van hun eigen pensioenopbouw tijdelijk meer riskant kunnen worden aangehouden. Hiertoe wordt in paragraaf 3 een aantal ideeën uitgewerkt.

In paragraaf 4 wordt het ontwikkelde gedachtegoed toegepast op het concept van de beleidsstaffel die recent bij veel pensioenfondsen is ingevoerd ten behoeve van een beter en eerlijker risicobeheer. Paragraaf 5 sluit af.

Perspectief individu

De deelname aan een collectieve pensioenregeling is een van de bestanddelen van de portefeuille van oudedagsvoorzieningen. Mijns inziens ligt

de toegevoegde waarde van een collectieve pensioenregeling primair in de mate waarin die regeling het individu helpt om zijn preferenties rond de oudedagsvoorzieningen te kunnen realiseren.

Een toezegging binnen een traditionele defined benefit-regeling is in de economische benadering te beschouwen als een obligatieachtige financiële titel. Stel dat een individu van baan verandert en overstapt van een werkgever zonder pensioenregeling naar een onderneming met een traditionele DB-regeling, dan leidt dit tot verschillende effecten voor de portefeuillebeslissingen van het individu. Ten eerste kan het individu zijn eigen pensioenbesparingen verminderen omdat een deel van beoogde opbouw van pensioenvermogen via het pensioenfonds verloopt. De premieafdracht aan het fonds komt in de plaats van eigen besparingen. Ten tweede kan het zijn dat het restant aan vrije besparingen anders moet worden belegd. Het betrokken individu gaat bij het pensioenfonds pensioen opbouwen in de vorm van een obligatieachtige financiële titel. Dit kan tot gevolg hebben dat de geprefereerde rendement-risicokarakteristieken van de portefeuille van oudedagsvoorzieningen wordt verstoord, zodat het individu de resterende vrije besparingen riskanter moet gaan aanhouden teneinde voor de portefeuille als geheel tot de gewenste risicoblootstelling te komen.

Deelname aan een pensioenfonds heeft ook tot gevolg dat het individu steeds het beleid van het pensioenfonds moet volgen om te kunnen weten wat de effecten zijn van het gevoerde beleid en aanpassingen in dat beleid voor de performance van de portefeuille van oudedagsvoorzieningen. Een aanpassing in het beleid, bijvoorbeeld naar een meer of juist minder riskante beleggingsmix, kan voor individuen tot ongewenste effecten leiden binnen hun totale portefeuille van oudedagsvoorzieningen. Bijgevolg zullen ze corrigerende acties moeten ondernemen, bijvoorbeeld via een bijstelling van de mix voor de vrije besparingen^{3]}.

Risicodifferentiatie voor een heterogeen bestand

Heterogeen bestand

Als we aannemen dat een collectieve pensioenregeling primair bedoeld is om de betrokken deelnemers te helpen hun preferenties op het vlak van oudedagsvoorzieningen te realiseren, dan ligt de uitdaging om de pensioenregeling zodanig vorm te geven dat de betrokken individuen inderdaad zo goed mogelijk worden ondersteund bij hun beslissingen rond de invulling van de portefeuille van oudedagsvoorzieningen. De individuen zullen echter verschillen in de mate waarin zij risico willen en kunnen nemen.

We stellen twee zaken voor waarmee beter ingespeeld kan worden op de omstandigheid van uiteenlopende risicopreferenties binnen een heterogeen bestand van deelnemers:

Vermindering conditionele aard van de indexatietoezegging

Ten eerste dient het pensioenfonds het beleggingsbeleid zodanig te veranderen dat de indexatietoezegging zo goed mogelijk kan worden nagekomen. Dit impliceert een beleggingsbeleid met een minimum aan reëel mismatchrisico. Dit zal een beleggingsmix betekenen met rendement-*risico* karakteristieken vergelijkbaar met die van de geïndexeerde verplichtingen. Dit kan een mix inhouden met veel langlopende indexobligaties, maar in de literatuur wordt ook aangegeven dat een groot deel van het inflatierisico kan worden afgedekt met dynamische strategieën in nominale titels (Bijmaan & Kojien 2005 en Campbell & Viceira 2003). Het kan zijn dat door het ontbreken van de geschikte financiële titels het niet mogelijk is om een dergelijke beleggingsportefeuille te construeren. Met de inzet van een beleidsstaffel kan het resterende risico verdeeld worden over de deelnemers naar rato van de waarde van hun opgebouwde rechten (vgl. par. 4). Een ander idee is om de indexatietoezegging te verminderen bij handhaving van het premieniveau. De feitelijke premie is in dat geval hoger dan de kostendekkende premie. Hierdoor is het mogelijk buffers op te bouwen die ingezet kunnen worden om de verlaagde indexatietoezegging met zekerheid na te kunnen komen. Het kan voor velen van de deelnemers aantrekkelijk zijn om te streven naar 'minder aanspraken maar zeker' in plaats van 'naar verwachting evenveel aanspraken maar onzeker'.

Risicodifferentiatie

Voor sterk risicoaverse individuen betekent een aanpassing in het beleggingsbeleid van het pensioenfonds naar minder riskant waarschijnlijk dat de totale portefeuille van oudedagsvoorzieningen meer in overeenstemming is met de gewenste risicorendementuitruil. Minder risicoaverse individuen en ook de jongere deelnemers in zijn algemeenheid zouden een dergelijke aanpassing van de beleggingsmix als ongewenst kunnen beschouwen. De totale portefeuille zal voor hen wellicht juist te weinig risico insluiten. Het pensioenfonds kan overwegen om deze individuen te helpen om meer risico in hun portefeuille te creëren. Twee manieren werken we hieronder nader uit.

Voorstellen

Onderstaand bespreken we twee voorstellen om risicodifferentiatie voor een heterogeen bestand te organiseren.

Opting-out met conversieplicht

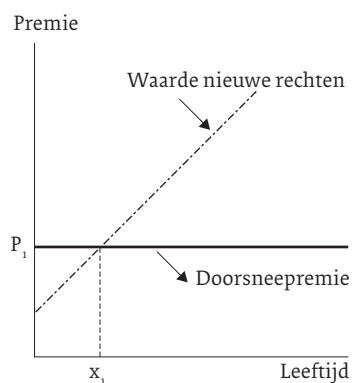
Een middelloonregeling (of eindloonregeling) is te zien als een samenstel van ingegane geïndexeerde lijfrenten (gepensioneerden) en uitgestelde geïndexeerde lijfrenten (actieven en slapers). Zolang de uitgestelde lijfrente nog niet tot uitkering is gekomen, kunnen de daarvoor aangehouden gelden alternatief worden aangewend. Stel dat de actieven de mogelijkheid krijgen van *opting-out* in combinatie met de verplichting om het kapitaal te converteren in middelloonaanspraken bij het pensioenfonds vóór of op het moment van pensionering (65 jaar). *Opting-out* betekent dan dat de actieve er elk dienstjaar voor kan kiezen om een som geld uit het pensioenfonds te halen ter grootte van de actuariële waarde van de in dat dienstjaar nieuw opgebouwde rechten. De actieven zijn vervolgens vrij om de onttrokken gelden naar eigen inzicht en voorkeur te beleggen. De jonge actieven zullen dan relatief veel in aandelen beleggen en zullen de mix met het ouder worden geleidelijk aanpassen naar veilige beleggingen, waaronder obligaties ⁴. Het kapitaal moet te zijner tijd wel weer worden omgezet in pensioenaanspraken bij het pensioenfonds, in elk geval op moment van pensionering. Bij de omzetting naar pensioenaanspraken dient rekening te worden gehouden met drie aspecten:

1. De leeftijd van de betrokkene op het moment van omzetting: hoe ouder de deelnemer is op moment van conversie, hoe minder rechten worden verkregen per te converteren euro.
2. De financiële positie van het pensioenfonds: de spildeckingsgraad voor conversie is 100%, een dekkingsgraad lager dan 100% zal meer rechten opleveren per te converteren euro en een dekkingsgraad hoger dan 100% juist minder rechten.
3. De dan vigerende reële rente (termijnstructuur): hoe hoger de rente hoe meer rechten er per euro worden verworven.

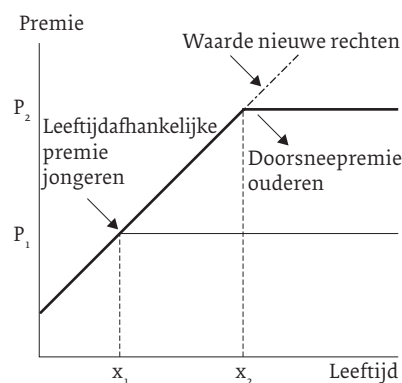
Bij dit voorstel doet zich overigens wel een probleem voor. Een standaard *defined benefit*-regeling hanteert een doorsneepremie voor alle leeftijden. Dit impliceert dat de jongeren een hogere premiesom inleggen dan de actuariële waarde van de nieuw verworven pensioenrechten in het betreffende dienstjaar. Daarentegen betalen de oudere deelnemers een lagere premiesom dan de actuariële waarde van hun nieuwe rechten. Figuur 1A brengt dit in beeld. De figuur laat ook goed zien dat er in feite

overdrachten plaatsvinden van de jonge actieven naar de oudere actieven. Er kan worden overwogen om voor de jongeren de premie-inleg af te stemmen op de actuariële waarde van de nieuwe rechten. Dit betekent dat de ouderen een hogere doorsneepremie moeten betalen teneinde voor de groep deelnemers als geheel de gelijkheid tussen premies en actuariële waarde nieuwe rechten te waarborgen. Dit is in figuur 1B weergegeven. De P1 is de originele doorsneepremie. De P2 is de nieuwe doorsneepremie voor de groep oudere leeftijden vanaf de leeftijd x2.

In Nederland bestaat een groot deel van het actievenbestand uit oudere werknemers. Dit is deels een weerspiegeling van de verouderde beroepsbevolking. Voor een gemiddeld bestand zal sprake zijn van een relatief kleine toename van de doorsneepremie ingeval een leeftijdafhankelijke premiestelling voor de jongeren wordt ingevoerd.



Figuur 1A : Doorsneepremie



Figuur 1B : Leeftijdafhankelijke premie

Indexatie gerelateerd aan performance-beleggingen

Het is ook te overwegen om via de indexatieregel de deelnemers in de gelegenheid te stellen om meer risico te accepteren. Dit is een eenvoudige aanpassing.

Voor de deelnemers die dat willen kan een extra indexatiecomponent worden opgenomen die gerelateerd is aan het excesrendement. We definiëren het excesrendement als het verschil tussen het rendement op het vermogen RA en de aangroei van de bestaande verplichtingen RL uit hoofde van indexatie, oprenting en waardering.

Het rendement op het vermogen RA kan gekoppeld zijn aan een voor dit doel afgezonderd vermogen. In het belang van de individuele deelnemers kan men overwegen er nog een leeftijdscriterium aan toe te voegen. Dus

hoe jonger, des te groter de exposure aan de beleggingsperformance is, des te ouder hoe minder. Gepensioneerden krijgen in deze weergave geen mogelijkheid om te participeren in de beleggingsperformance. Dit is uiteraard wel mogelijk. Onderstaand een voorbeeld:

$$\text{voor } x < 65: \text{ indexatie} = \text{reguliere indexatie} + \left(\frac{65-x}{65}\right)(R_A - R_L)$$

anders: indexatie = reguliere indexatie

Beleidsstaffel en risicodifferentiatie

Recent heeft een groot aantal pensioenfondsen zgn. beleidsstaffels ingevoerd met het oog op een beter en eerlijker risicobeheer bij pensioenfondsen (Ponds 2003). Het idee van de beleidsstaffel is eenvoudig: er wordt een directe relatie gelegd tussen enerzijds de financiële positie van het pensioenfonds en anderzijds de mate waarin indexatie kan worden verleend en de mate waarin meer of minder premie wordt gevraagd dan de kostendeckende premie ⁵⁾.

De invoering van de indexatiestaffel is een wezenlijke verandering van de pensioentoezegging: een de facto onvoorwaardelijke toezegging is omgezet in een complexe contingent - voorwaardelijke - claim die bepaald wordt door de actuele financiële positie van het pensioenfonds en de invulling van het beleggingsbeleid. Ook de instellingen van de staffel zelf zijn van invloed op de contingent claimstructuur aangezien meer of minder bijsturen via indexatie op de korte termijn van invloed is op de indexatieruimte op langere termijn.

Een pensioenregeling is er primair om de individuen te ondersteunen bij het realiseren van hun wensen ten aanzien van de oude dag. Als het gedachtegoed van de voorgaande paragrafen wordt gevolgd, komen we tot de volgende aanbevelingen voor de vandaag de dag functionerende beleidsstaffels:

Herstel originele positie

De introductie van de staffel leidt tot verstoring van de rendement-risicokarakteristieken van de portefeuille van de betrokken individuen. Het individu kan er nu naar streven om zijn originele risicopositie die hij had voor de invoering van de staffel te herstellen, en wel door via aanpassingen in de rendement-risicokarakteristieken van zijn eigen vrije besparingen. Het beoogde herstel van de originele positie is evenwel moeilijk vanwege de complexiteit van de contingent claimstructuur van de indexatiestaffel. Een volledig herstel zou impliceren dat het betrokken

individu zijn compenserende strategie ook moet formuleren in de vorm van een contingent claimstructuur.

Individen zullen wel in staat zijn de effecten van eenvoudig opgezette staffels met eenvoudig beleggingsbeleid binnen de rendement-risicokarakteristieken van de totale portefeuille van oudedagsvoorzieningen te begrijpen. Op basis van dit begrip kunnen de individuen dan correcties doorvoeren in hun eigen vrije besparingen voor de oude dag. Ook is het mogelijk dat het pensioenfonds de individuen hierin ondersteunt, zodat individuen de voor hen passende portefeuilles kunnen realiseren. In deze bijdrage zijn twee manieren uitgewerkt. Ten eerste kan aan actieve werknemers de mogelijkheid worden aangeboden van opting-out tijdens de actieve fase, in combinatie met conversieplicht op pensioenleeftijd. De tweede manier is om individuen de mogelijkheid te geven de indexatie deels te laten bepalen door de performance van het riskant aangehouden deel van het fondsvermogen.

'Rules versus discretion'

Weinig of geen pensioenfondsen hebben bij de invoering van beleidsstaffels gesteld dat de afspraken rond de staffel hard zijn en altijd zullen worden nagekomen. De besturen hebben nadrukkelijk kenbaar gemaakt dat de staffels eerder als richtinggevend principe voor het te voeren beleid moeten worden beschouwd. De besturen houden zich het recht voor van discretionaire besluitvorming en willen zich niet vastleggen in harde regels.

De problematiek van het individu die zijn originele positie voor invoering van de staffel wil herstellen wordt door dit voorbehoud nog moeilijker. De invulling van een discretionair beleid is immers per definitie onvoorspelbaar. Dit zal niet snel leiden tot veel vertrouwen dat het bestuur de belangen van de betrokkenen fair en evenwichtig behandelt. Discretionair beleid kan immers snel leiden tot het openen van de doos van Pandora, waarbij de invulling van het beleid de uitkomst is van de geschillenbeslechting ten gunste van de sterkste partij.

In de economische theorie is bekend dat een beleid van regels op termijn tot betere resultaten leidt dan een discretionair beleid. Dit inzicht is zelfs beloond met het toekennen van de Nobelprijs voor de auteurs van baanbrekende artikelen op dit terrein (Kydland & Prescott 1977). Het succes van monetair beleid sinds het midden van de jaren tachtig in het bestrijden van inflatie is primair terug te voeren op de overstap van discretionair Keynesiaans beleid naar een door regels gedictieerd Monetaristisch beleid. De ervaringen met het monetaire beleid zijn dan ook een belangrijke les voor beleidsstaffels. Regels zijn op termijn beter dan discretionariteit! ^{6]}

Tot slot

In deze bijdrage is ingegaan op de vraag in hoeverre binnen een pensioenregeling collectieve risicodeling en individuele risicodifferentiatie kunnen samengaan. Deze vraag zal zeker ook de interesse hebben van Jean Frijns. Zoals ik Jean ken, heeft hij altijd een grote betrokkenheid en steun voor het collectief getoond maar hij laat daarbij niet na om ook zeer treffend de tekortkomingen van collectieve regelingen te verwoorden. Hoewel we niet altijd op dezelfde lijn zaten, heb ik de input en feedback van Jean altijd als zeer stimulerend beschouwd en kwalitatief hoogwaardig. In feite zijn veel van mijn papers en notities van de afgelopen jaren mede geschreven met in mijn achterhoofd de vragen: Hoe staat Jean hier tegenover? Kan dit verhaal zijn kritisch oordeel doorstaan?

Literatuur

- Bodie Z., R.C. Merton and W.F. Samuelson (1992), *Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model*, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 16, pp. 427-449.
- Bovenberg, A.L. (2005), *De toekomst van het pensioencontract*
- Campbell, J.Y. and L.M. Viceira (2002), *Strategic Asset Allocation; Portfolio choice for long-term investors*, Oxford University Press, Oxford
- Kydland, Finn E. and Edward C. Prescott (1977), *Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, *Journal of Political Economy*, vol. 85(3), pp. 473-91, June.
- Nijman, Theo and Ralph Koijen (2004), *Valuation and risk management of inflation sensitive pension rights*, working paper Universiteit van Tilburg.
- Ponds, E.H.M. (2003), *Fair Pensioen voor Jong en Oud*, *Economisch-Statistische Berichten*, pp. 28-31.
- Quix, A.A.C.M. (2005), *Heeft een pensioenfonds wel bestaansrecht? Het nut van collectief beleggen*.

Noten

- ^{1]} De auteur dankt Theo Nijman en Onno Steenbeek voor hun commentaar op een voorgaande versie.
- ^{2]} Vergelijk ook de bijdrage van Fons Quix in deze bundel.
- ^{3]} Een dergelijk proces van 'unwinding' kan in de praktijk nog wel praktische problemen geven door het ontbreken van de goede financiële titels, gebreken in het bevattingsvermogen van individuen, liquidity constraints e.d.

- ^{4]} Het is te overwegen om enige regulering toe te passen, dit met het oog op bescherming van het individu tegen zichzelf (onverantwoorde allocatie) en bescherming van het individu tegen hoge kosten bij (commerciële) tussenpersonen.
- ^{5]} Vergelijk Bovenberg (2005) voor een grondige evaluatie van beleidsstaffels.
- ^{6]} Het is wel relevant onderscheid te maken tussen risico's die kunnen worden voorzien en calculeerbaar zijn en daarom in een contract kunnen worden vastgelegd enerzijds en anderzijds onvoorzienbare gebeurtenissen, zoals veranderingen in Europese regelgeving, schokken in sterftekansen. Discretionair beleid is bij de onvoorziene risico's wel verdedigbaar, daar deze per definitie niet in een contract kunnen worden vastgelegd.