

Notitie

Aan Commissie Toekomst Pensioenstelsel (CTP)
Van SER Secretariaat
Den Haag 10 mei 2016
Betreft Analyse subvarianten IV-C

1. Inleiding

Opdracht

De SER heeft in zijn advies 'Toekomst Pensioenstelsel' (februari 2015) aangegeven dat de variant 'persoonlijk pensioenvermogen met collectieve risicodeling' een interessante variant kan zijn voor de toekomst, maar dat deze nog onvoldoende bekend was. De vraag is daarbij vooral op welke manier het delen van beleggingsrisico's en het macro-langlevensrisico¹ tussen verschillende generaties mogelijk is binnen een contract op basis van persoonlijk pensioenvermogen.

Verkenning van verschillende mechanismen

Op basis van voorstellen van diverse experts zijn in de verkenning diverse mechanismen van risicodeling binnen persoonlijk pensioenvermogen geanalyseerd. Deze voorstellen zijn vervolgens gecategoriseerd en geëvalueerd. Dit waren voorstellen voor contracten op basis van persoonlijk pensioenvermogen, waarbij ook beleggingsrisico's met toekomstige opbouw werden gedeeld of dat er sprake was van het aanvullend delen van niet (goed) verhandelbare risico's, zoals het inflatierisico en het macro-langlevensrisico. De verschillende ontvangen subvarianten zijn in de werkgroep vervolgens geclusterd op basis van de manier waarop de risicodeling is vormgegeven (zie box 1). In deze internetbijlage worden de verschillende subvarianten van Variant IV-C toegelicht (paragraaf 2).

Op basis van een kwantitatieve analyses die door het CPB zijn verricht is binnen de verkenning vervolgens bekeken welke mechanismen van risicodelingsafspraken al dan niet een toegevoegde waarde hebben. Hiertoe werden alle mechanismen gescoord langs diverse indicatoren van het pensioenresultaat. Voorstellen waarbij de mechanismen van risicodeling niet tot een (substantiële) verbetering van het pensioenresultaat leidden, werden daarbij als inferieur bestempeld. Deze beoordeling is toegelicht in paragraaf 3.

Uiteindelijk heeft deze selectie van risicodelingsmechanisme daarmee geleid tot de vormgeving van een prototype van een variant van persoonlijk pensioenvermogen waarbij ook beleggingsrisico's tussen generaties kunnen worden gedeeld door middel van een collectieve buffer naast het persoonlijk pensioenvermogen (2b) en het macro-langlevensrisico wordt gedekt. Een nadere uitwerking daarvan is beschreven in de SER-verkenning.

¹ Onder het macro-langlevensrisico wordt verstaan het risico dat de levensverwachting van de bevolking als geheel afwijkt van de prognoses. Het betreft hier niet het feit dat mensen "steeds ouder worden", maar dat zij meer of minder snel "steeds ouder worden" ten opzichte van de demografische verwachtingen. De introductie van nieuwe medicijnen kan bijvoorbeeld leiden tot een realisatie van het macro-langlevensrisico.

Box 1: Subvarianten binnen IV-C

1. Impliciete buffer door de toekenning van een gemiddeld rendement
 - a) Impliciete buffer door toekenning van gemiddeld rendement met een uniforme beleggingsmix
 - b) Impliciete buffer door toekenning van gemiddeld rendement van een rendementsportefeuille
2. Expliciete buffer naast persoonlijk pensioenvermogen²
 - a) Expliciete buffer gefinancierd uit premie
 - b) Expliciete buffer gefinancierd uit rendementen om beleggingsrendementen te stabiliseren
3. Niet-verhandelbare risico's delen door middel van (interne) ruilcontracten³
 - 3- LL: Delen macro-langlevensrisico door middel van ruilcontracten
 - 3- IF: Delen inflatierisico door middel van ruilcontracten

2. Toelichting invulling subvarianten

Subvariant 1a: Impliciete buffer uit rendementsmiddeling met een uniforme beleggingsmix

Binnen deze subvariant kent het collectief van deelnemers een uniforme beleggingsmix met een onverdeeld vermogen, waarbij deelnemers aan dit collectief jaarlijks hetzelfde uniforme rendement krijgen bijgeschreven op hun persoonlijk pensioenvermogen. Het bijgeschreven rendement wordt vastgesteld op basis van een langjarig voortschrijdend gemiddelde. Door het toekennen van een gemiddeld rendement, kunnen de schommelingen in het persoonlijk pensioenvermogen en dus de pensioenuitkering naar verwachting worden gemitigeerd.

Door het toekennen van een gemiddeld rendement, ontstaat een impliciete buffer waarmee schokken worden gedeeld met toekomstige opbouw. Dit komt doordat het gemiddelde rendement zal afwijken van het gerealiseerde rendement. Het is hierdoor mogelijk dat aan het persoonlijk pensioenvermogen van alle deelnemers samen minder of meer rendement wordt toegeschreven dan daadwerkelijk is behaald door de pensioenuitvoerder. In Box 2 is de werking van deze variant met een voorbeeld toegelicht.

Box 2: Voorbeeld werking subvariant 1a

- In een jaar wordt een rendement behaald van 8%.
- Het (meetkundig) gemiddelde rendement over de negen voorgaande jaren bedraagt 5%. De deelnemer krijgt daardoor een rendement op zijn persoonlijk pensioenvermogen bijgeschreven van 5,3% (het nieuwe 10-jaars gemiddelde rendement).
- Doordat er een verschil bestaat tussen het behaalde rendement en het toegekende rendement ontstaat een impliciete buffer (er wordt minder vermogen bij het persoonlijke pensioenvermogen bijgeschreven dan behaald).

² Een combinatie tussen de subvarianten 2a en 2b zijn ook mogelijk.

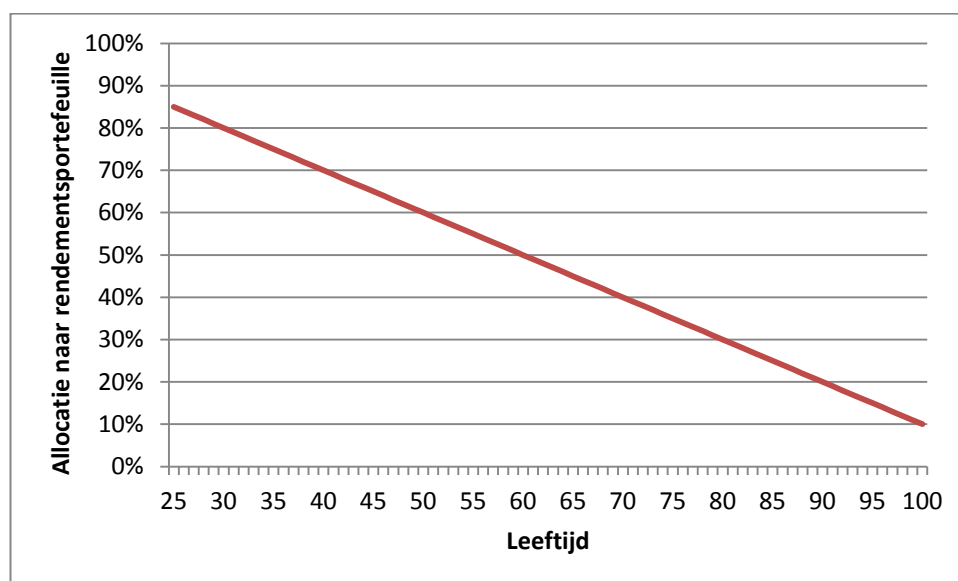
³ Deze subvariant zou kunnen worden toegevoegd aan subvariant 1 of 2.

In de analyse is daarbij uitgegaan dat het binnen deze subvariant mogelijk is dat het toegeschreven rendement hoger is dan het gerealiseerde rendement. Er kan dan sprake zijn van een impliciete negatieve buffer. Een dergelijke situatie kan worden vergeleken met een situatie van onderdekking bij een pensioenfonds: de waarde van de verplichtingen is dan ook hoger dan het aanwezige fondsvermogen. Daarnaast is uitgegaan van een ondergrens van de (fictieve) dekkingsgraad van 70% en een bovengrens van 130%. Pensioenvermogen boven deze grens wordt niet langer uitgesmeerd en wordt direct toegekend aan het persoonlijk pensioenvermogen. Voorts is uitgegaan van een voortschrijdend rendementsmiddeling over een periode van 10 jaar.

Subvariant 1b: Impliciete buffer door toekenning van gemiddeld rendement van een rendementsportefeuille

Subvariant 1b is een verfijning van subvariant 1a. Waar in subvariant 1a het gemiddeld rendement wordt toegekend over *de gehele beleggingsportefeuille*, wordt dit in subvariant 1b alleen gedaan over het *gedeelte van de portefeuille dat in zakelijke waarden* wordt belegd. Daarbij kent deze subvariant geen uniform beleggingsbeleid dat voor alle deelnemers gelijk is, maar een leeftijdsafhankelijke opsplitsing van de beleggingen in een rendementsportefeuille (die als doel heeft om een zo goed mogelijk rendement te maken) en een zogeheten hedgeportefeuille⁴ (die als doel heeft om stabiele inkomsten te bieden). Daarbij zullen jongere deelnemers vooral beleggen in de rendementsportefeuille en ouderen voornamelijk in de hedgeportefeuille (zie figuur 1 als voorbeeld). In tegenstelling tot subvariant 1a is dus geen sprake van een uniforme beleggingsmix.

Figuur 1: Voorbeeld leeftijdsafhankelijke allocatie naar rendementsportefeuille



De bijschrijving van het rendement uit de rendementsportefeuille wordt gedaan op basis van een langjarig gemiddelde rendement, waardoor net als bij subvariant 1a een impliciete buffer ontstaat als mechanisme voor risicodeling met toekomstige opbouw. De bijschrijving van het rendement uit de hedgeportefeuille is gelijk aan het rendement dat is behaald in die portefeuille (deze wordt immers niet gemiddeld). In box 3 is de werking van deze subvariant geïllustreerd.

⁴ Deze hedgeportefeuille (ook wel matchingportefeuille) beoogt overigens niet het bieden van een bepaald pensioeninkomen met een hoge mate van (nominale) zekerheid. De afweging tussen ambitie en risico en de keuze tussen een streven naar beperking van de volatiliteit in het nominale of het reële inkomen is afhankelijk van de risicohouding van de deelnemers.

Het doel van het middelen van behaalde rendementen binnen de rendementsportefeuille is dat er voor oudere deelnemers toch een stabiel pensioeninkomen kan worden geboden terwijl er nog voor een substantieel deel in zakelijke waarden wordt belegd. De volatiliteit kan namelijk worden gedempt door het toeschrijven van een gemiddeld rendement. De reden waarom het rendement op de hedgeportefeuille in deze subvariant niet wordt gemiddeld, is dat op die manier beter zou kunnen worden ingespeeld op fluctuaties in toekomstig verwachte rendementen of inflatie. De ontwikkelingen in de rentecurve werken dan gelijktijdig door in de bijstelling van het persoonlijk pensioenvermogen als in de bijstelling van het projectierendement.

Net als bij subvariant 1a geldt daarbij dat het mogelijk is dat het toegeschreven rendement hoger is dan het gerealiseerde rendement (negatieve impliciete buffer), er een ondergrens van 70% en een bovengrens van 130% wordt gehanteerd en er uitgegaan wordt van een voortschrijdende rendementsmiddeling over een periode van 10 jaar.

Box 3: Voorbeeld werking subvariant 1b

- Gegeven de leeftijd van een deelnemer en het bijbehorende 'lifecycle beleggingsbeleid' wordt 75% van het vermogen in de rendementsportefeuille belegd en 25% in de hedgeportefeuille.
- In een jaar wordt een rendement behaald van 2% over de rendementsportefeuille en 3% over de hedgeportefeuille.
- Het (meetkundig) gemiddelde rendement over de negen voorgaande jaren over de rendementsportefeuille bedraagt 7%. De deelnemer krijgt daardoor een rendement op zijn persoonlijk pensioenvermogen bijgeschreven van:
 - Rendementsportefeuille: 6,5% (het nieuwe 10-jaars gemiddelde rendement over de rendementsportefeuille)
 - Hedgeportefeuille: 3%
 - Totaal bijgeschreven rendement: $75\% * 6,5\% + 25\% * 3\% = 5,63\%$
- Doordat er een verschil bestaat tussen het behaalde rendement en het toegekende rendement ontstaat een impliciete buffer (er wordt minder vermogen bij het persoonlijke pensioenvermogen bijgeschreven dan behaald).

Subvariant 2a: Expliciete buffer gefinancierd uit premie om pensioenopbouw te stabiliseren

Binnen deze subvariant is er naast het persoonlijk pensioenvermogen van de deelnemers ook een collectieve buffer. Deze buffer heeft als doel om de pensioenopbouw in economisch ongunstige tijden te stabiliseren, op basis van vooraf vastgelegde verdeelregels.

Wanneer het projectierendement bijvoorbeeld laag is in tijden van een lage rente, zou meer pensioenpremie nodig zijn om dezelfde pensioenambitie te kunnen financieren. Andersom: wanneer de rente hoog is, is minder premie nodig om dezelfde pensioenambitie te kunnen financieren. Het doel van deze subvariant is om deze schommelingen in pensioenopbouw te mitigeren door een collectieve buffer. Daarbij wordt de buffer gefinancierd uit de premie in tijden van hoge projectierendementen. Is het projectierendement laag, dan kan de buffer worden gebruikt om meer pensioen te kunnen opbouwen (zie box 4 voor een voorbeeld). Het persoonlijk pensioenvermogen wordt belegd conform een lifecycle beleggingsbeleid.

Voor deze subvariant dient te worden vastgesteld wat de grenzen zijn waarboven een deel van de pensioenpremie niet meer wordt bijgeschreven op het persoonlijk pensioenvermogen, maar naar de collectieve buffer voortvloeit. Ditzelfde geldt voor de ondergrens tot waar de buffer kan worden aangewend om het persoonlijk pensioenvermogen te stabiliseren in tijden dat er sprake is van een laag projectierendement. Voor de doorrekening in de analyse is de bovengrens waarboven de premie naar de buffer stroomt vast gesteld op het 80-percentiel van het projectierendement (afkomstig uit de scenarioset). De grens waaronder een beroep kan worden gedaan op de buffer voor de stabilisering van de pensioenopbouw is vastgesteld op het 20-percentiel van het projectierendement uit de scenarioset. Daarbij is uitgegaan dat de buffer geen negatieve waarde kan hebben en wordt uitgegaan dat de collectieve buffer een maximale omvang van 30% van de som van de individuele vermogens kent: wanneer de buffer een grotere omvang kent dan 30% van de som van alle persoonlijke pensioenvermogens, dan wordt het vermogen boven de 30% direct naar rato toegekend aan het persoonlijke pensioenvermogen van een deelnemer. De beleggingsmix van het collectieve fonds correspondeert met het risicoprofiel van de totale mix van de som van de individuele pensioenvermogens.

Box 4: Voorbeeld werking subvariant 2a

- Een deelnemer betaalt jaarlijks een pensioenpremie van 17,5%;
- De ondergrens van het projectierendement in dit voorbeeld bedraagt 1,0%. De bovengrens van het projectierendement bedraagt 3,5%;
- In een periode bedraagt het projectierendement 4,2%. Dit betekent dat een gedeelte van de pensioenpremie zal worden gebruikt voor de financiering van de buffer (het gedeelte boven de 3,5%).

Subvariant 2b: Expliciete buffer gefinancierd uit rendement om beleggingsrendementen te stabiliseren

Binnen deze subvariant wordt eveneens een collectieve buffer toegevoegd aan het persoonlijke pensioenvermogen. Deze buffer heeft als doel om het pensioenvermogen in tijden van slechte rendementen te stabiliseren, op basis van vooraf vastgelegde verdeelregels. Binnen deze subvariant zijn twee verschillende versies denkbaar:

- *Sturing op rendement (IV-C-R):* Binnen deze invulling van IV-C worden grote afwijkingen ten opzichte van een verwacht rendement ingezet om de buffer te financieren (voorspoed) of te alloceren (tegenspoed). De buffer wordt daarbij opgebouwd in tijden van hoge (reële) rendementen. Zijn de rendementen hoog, dan gaat een gedeelte van het hoge rendement naar de buffer. Zijn rendementen laag, dan kan de buffer worden gebruikt om het pensioenvermogen te stabiliseren (zie box 5 voor een voorbeeld). Het persoonlijk pensioenvermogen wordt net als in subvariant 2a belegd conform een lifecycle beleggingsbeleid.

In de verkenning is daarbij geadviseerd om de buffer enkel in te zetten voor schommelingen in rendementen op zakelijke waarden (de zogenaamde rendementsportefeuille), zoals aandelen. Het heeft namelijk minder toegevoegde waarde om schommelingen in obligatierendementen (in de zogenaamde matchingportefeuille) te stabiliseren. Wanneer de rente namelijk daalt, dan is het obligatierendement erg hoog, maar zal dit rendement ook nodig zijn omdat het pensioen duurder wordt: bij een lagere rente is voor een gelijke pensioenuitkering namelijk meer pensioenvermogen nodig, doordat de verwachte toekomstige rendementen lager zijn. Daarnaast is het bij de nadere invulling van

deze variant de vraag wat de grens is wanneer er rendement op het persoonlijk pensioenvermogen naar de buffer vloeit en omgekeerd: in de verkenning is uitgegaan van een ondergrens van het twintigste percentiel van het (reële) aandelenrendement: bevindt het aandelenrendement zich onder het (verwachte) twintigste percentiel van aandelenrendementen, dan worden de persoonlijke pensioenvermogens aangevuld tot deze ondergrens. Als bovengrens is gekozen voor het aandelenrendement boven het tachtigste percentiel van de (verwachte) verdeling van aandelenrendementen. Het gerealiseerde rendement boven deze grens gaat niet naar het persoonlijk pensioenvermogen, maar vloeit naar de expliciete buffer. Een negatieve buffer is niet toegestaan. Voor de maximale omvang van de buffer worden drie verschillende opties vergeleken: tien procent, twintig procent en dertig procent van het persoonlijke pensioenvermogen.

Box 5: Voorbeeld werking subvariant 2b

- Een deelnemer heeft aan het begin van een periode een pensioenvermogen van 10.000 euro.
- Gegeven zijn leeftijd en het bijbehorende 'lifecycle beleggingsbeleid' wordt 75% van het vermogen in aandelen belegd en 25% in obligaties. De inflatie bedraagt 2%.
- In een jaar wordt een rendement behaald van 10% op aandelen en 3% op obligaties. Deze deelnemer behaald daardoor is deze periode een rendement van 825 euro:
 - Aandelen: $10.000 \text{ euro} * 75\% * 10\% = 750 \text{ euro}$
 - Obligaties: $10.000 \text{ euro} * 25\% * 3\% = 75 \text{ euro}$
- De bovengrens waarboven het reëel aandelenrendement naar de buffer overloopt in plaats van het persoonlijk pensioenvermogen is in dit voorbeeld vastgesteld op 6%. De ondergrens is een reëel aandelenrendement van -2%.
- De deelnemer krijgt in deze periode daardoor een rendement bijgeschreven van 675 euro:
 - $10.000 * 75\% * (6\% \text{ rendement}) + 2\%(\text{inflatie}) = 600 \text{ euro}$
 - $10.000 * 25\% * 3\% = 75 \text{ euro}$

Het verschil tussen de 825 en 675 euro, 150 euro, vloeit naar de collectieve buffer.

- *Sturing op doelvermogen (IV-C-D):* Een andere invulling is om de buffer in te zetten om het totale pensioenvermogen voor een individuele deelnemer naar een bepaald doelvermogen te dirigeren⁵. Het beoogde doelvermogen is bij deze invulling afhankelijk van een beoogde uitkering en is daarmee afhankelijk van de ontwikkeling van de rente. Daarbij is het zo dat wanneer het persoonlijk pensioenvermogen groter wordt dan de bovengrens van het doelvermogen, dit vermogen dan naar de buffer toevloeit. Het doelvermogen is afhankelijk van het aantal deelnemersjaren, het verdiende inkomen en het verwachte doelrendement. Het doelrendement⁶ is daarbij leeftijdsafhankelijk (gegeven een lifecycle-beleggingsmix zal het verwachte rendement verschillen per generatie: het verwachte rendement zal hoger zijn voor jongere deelnemers). Daarnaast is het doelvermogen afhankelijk van de hoogte van de rente met als doel te kunnen sturen op een stabiele uitkering: is de rente lager, dan wordt het

⁵ Deze invulling sluit aan bij de internationale trend richting 'target DC'-sturing.

⁶ Dit doelrendement kan daarbij aan worden gepast aan nieuwe veronderstellingen omtrent het juiste doelrendement.

doelvermogen hoger. Net als bij de rendementsversie dient er voor deze versie een grens te worden vastgesteld waaronder het persoonlijk pensioenvermogen wordt aangevuld vanuit de buffer omdat het vermogen te laag is en andersom. Uitgegaan is van een ondergrens die is vastgesteld aan de hand van de uitkering die gefinancierd kan worden met de optelsom van het 45^{ste} percentiel van de verdeling van de verwachte jaarlijkse rendementen en een bovengrens dat is vastgesteld op het 55^{ste} percentiel. Een negatieve buffer is niet toegestaan. Voor de maximale omvang van de buffer worden drie verschillende opties vergeleken: tien procent, twintig procent en dertig procent van het persoonlijke pensioenvermogen.

Subvariant 3: Risicodeling via interne ruilcontracten

Binnen deze subvariant bouwen deelnemers een persoonlijk pensioenvermogen op met een lifecycle-beleggingsbeleid. Daarbij is er aanvullende risicodeling tussen de gepensioneerden en de actieven door middel van ruilcontracten, waarbij actieven de risico's voor macro-langlevensrisico en inflatie van gepensioneerden overnemen. In ruil voor het dragen van dit risico krijgen de jongere generaties een vergoeding. Dit wordt gedaan door middel van een intern ruilcontract tussen groepen deelnemers. Het afsluiten van dit ruilcontract zal niet worden gedaan door individuele deelnemers zelf, maar zal worden gedaan door bijvoorbeeld de pensioenuitvoerder voor alle deelnemers aan het collectief.

In tegenstelling tot de subvarianten 1 en 2, is er hierbij geen sprake van risicodeling met toekomstige opbouw, maar risicodeling tussen verschillende groepen deelnemers binnen een collectiviteit. Daarbij gaat het om het delen van risico's die niet (of slecht) te verhandelen zijn op financiële markten. Aangezien er nog geen goed functionerende markt voor het verhandelen van macro-langlevensrisico en inflatierisico bestaat, zal in eerste instantie worden uitgegaan van een prijsvorming die gebaseerd is op modelberekeningen.

Ruilcontract 3-LL: Macro-langlevensrisico

Het delen van het macro-langlevensrisico via ruilcontracten kan worden gezien als een ruilmechanisme. Daarbij wordt het macro-langlevensrisico van oudere deelnemers (deels) overgedragen naar de jongere deelnemers van het fonds. In dat geval zijn ouderen gevrijwaard van schokken in hun pensioeninkomen als gevolg van een aanpassing van sterftetabels: wanneer mensen ouder worden dan verwacht, dan werkt dit niet (geheel) meer door op het pensioeninkomen van de oudere deelnemers. Dit mechanisme werkt overigens symmetrisch: wanneer mensen korter leven dan verwacht, dan zal dit dan ook geen opwaarts effect hebben op het pensioeninkomen van oudere deelnemers, maar ten goede komen aan de pensioenopbouw van jongere deelnemers. In de analyse is daarbij uitgegaan dat deelnemers naarmate ze ouder worden, ze geleidelijk steeds minder blootgesteld zijn aan macro-langlevensrisico (en daarom geleidelijk minder vergoeding ontvangen voor het overnemen van dit risico).

Ruilcontract 3-IF: Inflatierisico

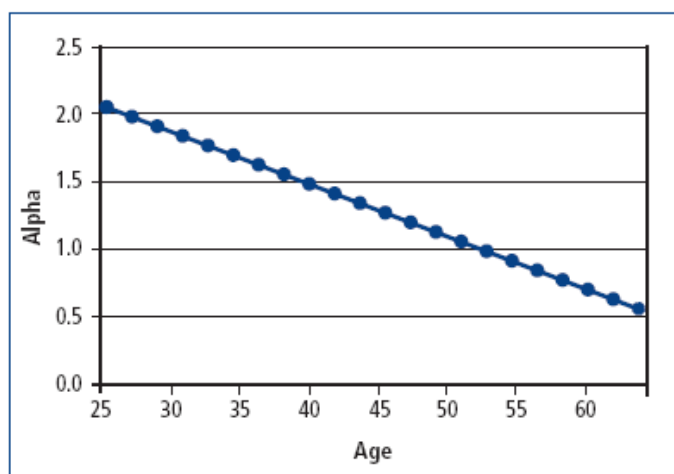
Het doel van dit ruilcontract is dat oudere deelnemers niet meer worden blootgesteld aan het (loon) inflatierisico. Op die manier is hun reële pensioeninkomen beter beschermd tegen schokken in de inflatie. Daarvoor dienen zij natuurlijk wel een prijs betalen. De prijs die ouderen daarvoor betalen is het rendement op hun aandelen, plus een vergoeding: via het ruilcontract ruilen ouderen hun rendement op hun aandelenportefeuille met actieven tegen de looninflatie, plus een vergoeding. Op die

manier kunnen ouderen meer inflatiebescherming krijgen en wordt het tegelijkertijd voor jongere deelnemers mogelijk om in grotere mate blootgesteld te zijn aan aandelenrisico.

Het verwachte rendement op aandelen is in de regel hoger dan de verwachte loongroei, maar kent ook een hoger risico. De vraag daarbij is bij welke extra vergoeding oudere deelnemers daarom moeten betalen voor het overdragen van het inflatierisico. Deze vergoeding kan niet worden bepaald op basis van marktprijzen, juist omdat de markt in loongerelateerde vergoedingen niet bestaat. In een theoretische exercitie, bijvoorbeeld door een commissie-Parameters, kan deze worden vastgesteld op basis van een nutsfunctie. Uit eerdere theoretische analyses⁷ volgt dat in evenwicht blootstelling aan aandelenrisico geruild kan worden tegen het looninflatierisico *plus* een vergoeding van 5 basispunten. Ouderen ruilen dus verwacht aandelenrendement om tegen verwachte loongroei plus 5 basispunten, en omgekeerd.

Ook bij deze optie geldt dat de blootstelling door het ruilcontract leeftijdsspecifiek is. In de onderstaande figuur 2 geeft het verloop van α de mate van vraag en aanbod weer voor de ruilcontract voor looninflatie. Te zien is dat deelnemers tot 52 aanbieder zijn van de loongerelateerde vergoeding. Boven de leeftijd van 52 jaar worden deelnemers vrager van deze ruilcontract.

Figuur 2: Mate van blootstelling door ruilcontract



3. Beoordeling subvarianten

De verschillende subvarianten van IV-C zijn doorgerekend door het CPB middels een ALM-analyse. Uitgangspunt van de daarbij gehanteerde methodiek was dat verschillen in het pensioenresultaat tussen de verschillende subvarianten enkel het resultante kunnen zijn van het mechanisme van risicodeling (bijvoorbeeld een buffer of uitsmeren) en de vormgeving van de risicodelingsafspraken (bijvoorbeeld de hoogte van een buffer en wanneer er gebruik kan worden gemaakt van de buffer). Zo is uitgegaan van een gelijke pensioenpremie en een gelijke mate van beleggingsrisico in alle subvarianten. Dit betekent ook dat elementen zoals verschillen in uitvoeringskosten en verschillen in beleggingsmogelijkheden niet zijn meegenomen in de analyse. In de verkenning gaat

⁷ De vormgeving van dit ruilcontractcontract is gebaseerd op het paper: Cui, J. and E. Ponds (2010), Can Internal Ruilcontract Markets Enhance Welfare in Defined Contribution Plans, *Rotman International Journal of Pension Management*, Volume 3, Fall 2010

het immers om de onderlinge vergelijkbaarheid van de verschillende subvarianten binnen het spectrum van IV-C⁸.

Resultaten

Figuur 3 beschrijft de belangrijkste bevindingen van de doorrekening door het CPB. De verschillende varianten zijn daarbij afgezet tegen een IV-A contract (een contract op basis van persoonlijk pensioenvermogen waarbij er geen sprake is van het delen van beleggingsrisico). Het interpreteren van de resultaten uit de doorrekening is overigens complex, doordat de onderlinge verschillen tussen de subvarianten kunnen variëren over de tijd. Zo kan het zijn dat de ene subvariant op korte termijn een beter pensioenresultaat biedt, terwijl de andere subvariant dat juist op de langere termijn doet. De beoordelingen uit de onderstaande tabel hebben betrekking op de resultaten over de gehele simulatieperiode.

Figuur 3: Kwalitatieve bevindingen CPB bij doorrekening subvarianten

	IV-C/1a	IV-C/1b	IV-C/2a	IV-C/2b	IV-C/3LL	IV-C/3IF
Verwacht pensioen inkomen	0	0	0	+	0	0
Pensioen in slecht weer	0	-	0	+	+	+
Dempen volatiliteit	-	-	0	0	+	-
Omvang buffer	0	0	0	+		
Voorkomen discontinuïteitsrisico	-	0	0	+		

Naar aanleiding van de berekeningen van het CPB zijn daarbij in de verkenning de volgende conclusies getrokken bij de verschillende subvarianten:

Subvariant 1a – Impliciete buffer door toekenning van gemiddeld rendement met een uniforme beleggingsmix

- Subvariant 1a leidt tot een iets beter pensioenresultaat in slecht weer scenario's dan variant IV-A. De spreiding in mogelijke vervangingsratio's is iets kleiner als gevolg van het kunnen uitmiddelen van financiële schokken over meerdere generaties.
- De volatiliteit van de pensioenuitkering is in deze subvariant een stuk groter: er is een fors hogere kans op een nominale korting dan variant IV-A (geen deling beleggingsrisico). Ook is de omvang van deze korting groter dan in variant IV-A. De reden hiervoor is dat gedurende de uitkeringsfase nog voor een hoge mate in aandelen wordt belegd en de ondergrens van de buffer relatief vaak wordt bereikt. Wanneer de ondergrens van de buffer wordt bereikt, vindt er direct een korting plaats.
- Er zijn positieve generatie-effecten voor initiële generaties en negatieve generatie-effecten voor leeftijdscohorten in de toekomst. Dit komt doordat in deze subvariant een gemiddeld rendement wordt toegekend. Als gevolg hiervan

⁸ Voor een beschrijving van de gehanteerde methodiek zie CPB publicatie: Marcel Lever en Thomas Michielsen, SER-varianten toekomstig pensioenstelsel, www.cpb.nl

wordt een deel van het risico doorgeschoven naar de toekomst, terwijl de beloning voor dit risico nu al wordt toegekend.

- Doordat er sprake kan zijn van een negatieve buffer die regelmatig voorkomt bestaat er het (discontinuïteits)risico dat nieuwe deelnemers niet meer willen deelnemen aan de regeling doordat zij beter af zouden kunnen zijn in een regeling zonder deze vorm van risicodeling.
- Ten opzicht van variant IV-A lijkt subvariant 1a geen kansrijke subvariant, gezien het verwachte pensioenuitkomst niet verschilt, maar dat deze variant wel een fors hogere kans op een (reële) korting van het pensioeninkomen leidt.

Subvariant 1b – Impliciete buffer door toekenning van gemiddeld rendement van een rendementsportefeuille:

- Ten opzicht van variant IV-A lijkt subvariant 1b weinig toe te voegen en is daardoor geen kansrijke subvariant. De analyse van het CPB laat zien dat bij een gelijk verwacht pensioeninkomen de risico's groter worden: de jaarlijkse volatiliteit van het pensioeninkomen is groter en het pensioeninkomen in een slecht weer scenario is slechter.
- Het middelen van rendementen over de aandelenportefeuille heeft weinig toegevoegde waarde, doordat de gepensioneerden nog maar een beperkt aandelenrisico lopen vanwege het lifecycle beleggingsbeleid. Het middelen van rendement is vooral zinvol wanneer uit wordt gegaan van een uniforme beleggingsmix. De reden waarom de jaarlijkse volatiliteit hoger is, komt door het bereiken van de ondergrens van de buffer waardoor er direct gekort moet worden.

Subvariant 2a – Expliciete buffer gefinancierd uit premie om pensioenopbouw te kunnen stabiliseren:

- Geconcludeerd kan worden dat de buffer die wordt opgebouwd uit de premie weinig extra bescherming biedt. Uit de ALM-analyse blijkt dan ook dat de pensioenresultaten van deze subvariant nauwelijks verschillen met variant IV-A.
- Dit komt doordat deze buffer wordt opgebouwd vanuit de premie en het premiestuur relatief bot is. Hierdoor zal de buffer in tijden van langdurige lage (projectie)rentes niet voldoende zijn om schokken op te vangen. Daarnaast heeft het opbouwen van een buffer voor kortdurige fluctaties in de rentes om de pensioenopbouw te kunnen stimuleren weinig toegevoegde waarde, doordat de effecten hiervan gedurende de loopbaan wel uitmiddelen.

Subvariant 2b – Expliciete buffer gefinancierd uit rendementen om beleggingsrendementen te stabiliseren:

- Deze subvariant biedt in de evenwichtssituatie een meerwaarde op ten opzichte van variant IV-A. Het verwachte pensioeninkomen is hoger. Dit komt omdat geprofiteerd kan worden van de buffer waarover rendement kan worden gemaakt. Daarnaast biedt deze subvariant ook in een slecht weer scenario een hoger pensioeninkomen, doordat in tijden van slechte rendementen een beroep gedaan kan worden op de collectieve buffer. In de evenwichtssituatie is de kans op een korting ook kleiner.
- Deze subvariant gaat wel gepaard met grotere generatie-effecten. Initiële generaties moeten de buffer namelijk opbouwen: in tijden van hele hoge rendementen zal een gedeelte van het extra rendement naar de buffer vloeien, terwijl deze generatie nog niet van de bescherming van een buffer kan profiteren in tijden van slechte rendementen (de buffer moet nog worden gevuld). Dit betekent dat er voor initiële generaties een negatief generatie-effect is. Omdat toekomstige generaties profiteren van de reeds opgebouwde buffer, zijn er voor hen positieve generatie-effecten.

Subvariant 3 – ruilcontracten om het inflatierisico en/of het macro-langlevenrisico van oudere deelnemers over te dragen naar jongere deelnemers:

- In de analyse is gekeken wat de toegevoegde waarde kan zijn van het overdragen van bepaalde risico's van oudere naar jongere deelnemers (bijvoorbeeld door middel van een ruilcontract).
- Uit de analyse komt de toegevoegde waarde van het kunnen delen van inflatierisico niet naar voren. Ouderen hebben weliswaar voordeel van compensatie door jongeren bij hoge inflatie, maar hier staat tegenover dat ouderen jongeren compenseren bij lage inflatie, ook als de pensioenuitkering onder druk staat door lage rendementen.
- De toegevoegde waarde van het delen van macro-langlevenrisico (het risico op een bijstelling van sterftetafels) komt wel duidelijk uit de analyse. Het betreft dan specifiek het kunnen delen van het macro-langlevenrisico op hoge leeftijden (bijvoorbeeld vanaf 90 jaar). Uit de analyse bleek dat wanneer dit risico niet wordt gedeeld, de volatiliteit van het pensioeninkomen op hoge leeftijden fors is. Een constructie waarbij jongere deelnemers het macro-langlevenrisico van oudere deelnemers overnemen (ruilcontract) heeft daarmee toegevoegde waarde. In absolute omvang is dit risico overigens beperkt, gegeven het geringe aantal deelnemers dat ouder is dan 90 jaar.