

SERIE RESEARCH MEMORANDA

Defined Benefit / Defined Contribution: Een Risico - Rendement Perspectief

**Cuus Boender
Sacha van Hoogdalem**

Research Memorandum 1998-61

December 1998



Defined Benefit / Defined Contribution: Een Risico – Rendement Perspectief

Guus Boender^{1,2,3}
Sacha van Hoogdalem

1. ORTEC Consultants bv
2. Vrije Universiteit Amsterdam
3. Erasmus Universiteit Rotterdam

1. Het Nederlandse pensioenmodel.

Het Nederlandse pensioensysteem kent reeds decennia lang een *poldermodel* met drie vormen *van overleg* en *solidariteit*, nl.:

- a) De solidariteit tussen *werkenden* en *niet-werkenden* middels het omslagstelsel voor de AOW.
- b) De solidariteit binnen pensioenfondsen tussen *deelnemers onderling* (solidariteit *binnen* generaties), en tussen *deelnemers* en *gewezen deelnemers* (solidariteit *tussen* generaties).
- c) De solidariteit tussen *ondernemingen* (werkgevers) en *pensioenfondsen* (werknemers).

De solidariteit tussen werkgevers en werknemers liet zich in Nederland reeds gelden aan het einde van de vorige eeuw, en het begin van deze eeuw, toen in Nederland relatief vroeg de eerste pensioenfondsen c.q. pensioenvoorzieningen zijn opgericht (Hollandsche IJzeren Spoorweg Maatschappij, Nederlandse Gist- en Spiritusfabriek, ABP). Voortbouwend op het fundament werkgever-werknemer, heeft Nederland thans meer dan 600 miljard NLG tegen 4% gewaardeerde pensioenrechten opgebouwd, met hier tegenoverstaand een belegd vermogen van 700 à 800 miljard NLG. Hierdoor is Nederland uitgegroeid tot het land met de hoogste pensioenrechten en pensioenvermogens per hoofd van de bevolking, met vele (buur-) landen op grote achterstand.

De kracht van het Nederlandse pensioenmodel is vooral gebaseerd op de volgende *risicoreductie* componenten.

a) *Tijds-diversificatie:*

De solidariteit binnen en tussen generaties leidt feitelijk tot een aanzienlijke verlenging van de beleggingshorizon van individuele deelnemers. Hierdoor geldt dat individuele deelnemers door in een pensioenfonds te participeren minder kwetsbaar zijn voor slechte economische regimes met hoge inflaties en lage rendementen, dan wanneer zij, zoals in geval van een beschikbaar premiesysteem, de inflatierisico's en marktrisico's van de beleggingen, inclusief de inkoop van lijfrenten bij pensionering, volledig zelf zouden moeten dragen.

¹ Dit artikel is een op DB / DC toegespitste versie van het elders ter publicatie aangeboden artikel “*De Nederlandse pensioenspolder: Kansen en Bedreigingen*”.

c) *Aanhouden Buffers:*

Daarnaast geldt dat de generatie-solidariteit en de solidariteit tussen werknemers en werkgevers er toe leidt dat over-rendementen² niet direct volledig worden afgeroomd ten gunste van korte termijn premiereducties en pensioenverbeteringen, doch dat er een lange termijn beleid gevoerd kan worden om extra pensioenvermogen ten opzichte van de pensioenverplichtingen aan te houden als buffer voor het opvangen van risico's.

c) *Herstel Onderdekkingen.*

Ten **slotte** geldt dat indien pensioenfondsen ondanks (b) alsnog in de situatie komen van (naderende) onderdekking, zowel de werkgevers als de gewezen deelnemers hun bijdrage leveren om de dekkingsgraad te herstellen. Werkgevers hebben vaak met het pensioenfonds een overeenkomst om eventuele onderdekkingen middels (gelimiteerde) extra premiebijdragen zoveel mogelijk aan te zuiveren. Anderzijds zijn bij de meeste pensioenfondsen zogenaamde “*voorwaardelijke indexeringsclausules*” van toepassing waarin wordt vastgelegd in welke ongunstige situaties (tijdelijk) van volledig indexering van de pensioenrechten van de gewezen deelnemers wordt afgezien, waarmee ook deze door de rijping steeds groter wordende groepering een zeer belangrijke bijdrage levert aan de risicobeheersing van pensioenfondsen.

Door deze risicoreducties is het verantwoord dat pensioenfondsen hun **beleggingsportefeuilles** in aanzienlijke mate alloceren aan *risicodragend kapitaal* (= aandelen, onroerend goed), dat op basis van empirische studies op de **lange(re)** termijn een hoger rendement biedt dan *risicomijdend kapitaal* (= obligaties, onderhandse leningen en andere *vastrentende waarden*). Door de gunstige economische ontwikkelingen die zich de laatste jaren hebben voorgedaan, met lage inflaties en de (zeer) hoge aandelen rendementen, heeft dit tot gevolg gehad dat:

a) *Deelnemers:*

De pensioenregelingen behouden konden blijven en de pensioenrechten waardevast gehouden konden worden, terwijl bovendien een deel van de overrendementen aangewend kon worden voor verdere pensioenverbetering zoals vervroegde pensioneringen.

b) *Premiebetalers:*

Enorme overrendementen aangewend konden worden voor premiereducties, premie-holidays en het terugstorten van pensioenvermogens aan de premiebetalers, waardoor de Nederlandse pensioenen niet zozeer een last zijn gebleken, maar juist een bijdrage hebben kunnen leveren aan de internationale concurrentiekracht van het bedrijfsleven.

c) *Toekomst:*

De besturen van de pensioenfondsen de over-rendementen, naast pensioen- en premieverbetering, tevens hebben kunnen aanwenden voor het versterken van de buffers, waardoor ook in de toekomst op de enorme Nederlandse pensioenvermogens bij verantwoorde solvabiliteits risico's (ook internationaal gezien) opnieuw een relatief hoog rendement kan worden gemaakt.

² In Nederland worden gewoonlijk nominale pensioenrechten opgebouwd, waarvan de waarde wordt bepaald door deze contant te maken met een rekenrente van (veelal) 4%. Uitgaande van de veronderstellingen dat de nieuwe pensioenrechten jaarlijks worden gefinancierd en de dekkingsgraad constant gehouden wordt, kunnen pensioenfondsen hun nominale verplichtingen dus nakomen indien zij jaarlijks een rendement maken dat gelijk is aan de **discounteringsvoet** van 4%. Daarnaast geldt dat pensioenfondsen als cruciale doelstelling hebben om de verworven pensioenrechten waarde- of welvaartsvast te houden, waardoor feitelijk een rendement gemaakt moet worden van 4% + (loon-) inflatie. Indien meer rendement gemaakt wordt dan 4% + inflatie, dan is er sprake van *overrendement*, dat aangewend kan worden voor premiereductie, pensioenverbetering, of versterking van de buffer.

Desondanks staat het model van lange *termijn solidariteit* thans ter discussie ten faveure van *korte termijn individualiteit*. De discussie spitst zich vooral toe het inruilen van Defined **Benefit** systemen voor Defined Contribution **systemen**³, waarin de beleggingsrisicos's volledig verschuiven van de pensioenfondsen en de ondernemingen naar de individuen. Daarnaast wordt de solidariteit onder spanning gezet door gewenste afrotingen van de buffers ten gunste van verdere pensioenverbeteringen en **premiëkortingen**⁴.

In dit artikel zullen wij dit belangwekkende onderwerp analyseren uit *beleggingsperspectief*. Hiertoe zullen we in Sectie 2 eerst ingaan op de invloed van de risico's en rendementen van risicodragend en risicomijdend kapitaal op de opbouw en bekostiging van pensioenen. Hieruit blijkt enerzijds dat het pensioensysteem - indien voldoende in risicodragend kapitaal kan worden belegd - *op de lange termijn* naar verwachting leidt tot adequate waardeverste pensioenen, en tot voldoende extra rendement voor premiereductie. Echter, anderzijds kan het pensioensysteem op de *middellange* en *korte termijn* leiden tot onverantwoord hoge risico's. Op basis hiervan wordt in Sectie 3 beargumenteerd dat er ofwel extra risicoreducerende beleidsmaatregelen nodig zijn, ofwel de belangen in risicodragend kapitaal significant moeten worden teruggebracht, waardoor de gunstige lange termijn perspectieven **teloor** zouden gaan. Dit pleit niet voor een afname van de solidariteit door invoering van het Defined Contribution systeem, maar juist voor een verdere risicodeling over de generaties, waardoor een ieder (premiebetaler, actieve deelnemer, gewezen deelnemer) profiteert in economische voorspoed, en een ieder risico deelt in tegenspoed.

³ In een defined **benefit** pensioenregeling bouwen werknemers jaarlijks pensioenrechten op. Een in Nederland frequent voorkomend voorbeeld hiervan is dat men jaarlijks 1.75% van het salaris (-/- franchise) als pensioenrecht opbouwt, zodanig dat men na 40 dienstjaren, afhankelijk van de verwerking van carriërestijgingen, (incl. franchise) uitkomt op een pensioen van $40 \times 1.75\% = 70\%$ van het eind- of gemiddeld loon.

Tegenover dit systeem waarin pensioenrechten worden toegezegd, staat het defined contribution -, ofwel beschikbaar premiesysteem. In dit systeem dat in het buitenland vaak wordt toegepast, verkrijgen werknemers jaarlijks een (eventueel leeftijdsafbankelijk) percentage van het salaris als "contribution" voor de pensioenopbouw. Middels dit systeem heeft men op de pensioendatum dus niet een bepaald *pensioenrecht* verworven, maar heeft men de beschikking over een *pensioenvermogen* dat is opgebouwd uit verkregen contributions, en hierop gerealiseerde beleggingsrendementen.

⁴ De druk tot het invoeren van DC-pensioenregelingen kan men grote regelmaat uit de pers vernemen (Het **Financieele** Dagblad 2 1-09-1998: "*Amerikaanse vermogensbeheerders proberen Nederland rijp te maken voor DC*"). Gebruikelijke onderbouwingen zijn "de onmogelijkheid om het huidige pensioensysteem te handhaven", een stabiel premieniveau en de nadruk op de eigen verantwoordelijkheid en keuzevrijheid van het individu. Daarnaast wordt ook de opvatting geventileerd dat de aan het DC-systeem gerelateerde keuzevrijheid m.b.t. de beheerder waar men het pensioenvermogen kan onderbrengen zal leiden tot meer concurrentie tussen deze instellingen, en daarmee tot lagere beheerkosten en een hoger rendement op het pensioenvermogen. Ook de buffers van de pensioenfondsen spelen een steeds belangrijkere rol in de pers. Zelfs buitenlandse vermogensbeheerders menen de buffers van de Nederlandse pensioenfondsen in hoge mate als "pensioenoverschotten" aan te kunnen merken, en brengen deze overschotten zelfs op suggestieve wijze als percentage van de beurswaarde van de ondernemingen in de pers. Elke belangengroep doet uiteraard haar rechten gelden op deze "overschotten". De huidige gepensioneerden eisen hun deel met als argument dat zij de buffers hebben opgebouwd, werkenden willen de buffers aanwenden voor pensioenverbeteringen zoals vervroegde pensionering, en de ondernemingen streven naar premieholidays (= premievrije pensioenopbouw) en premierestituties.

2. De invloed van risicodragend en risicomijdend kapitaal.

In de analyse van de beleggingen op de pensioenopbouw en de pensioenbekostiging wordt een cruciale rol gespeeld door de *volatiliteit* en de *risicopremie* van aandelen (=extra rendement t.o.v. langlopende vastrentende waarden). We verwijzen naar Tabel 1 waaruit de hogere rendementen van aandelen t.o.v. vastrentende waarden, maar ook de hogere risico's, duidelijk naar voren komen. Tevens is in de tabel opgenomen het voor pensioenopbouw belangrijke over-rendement t.o.v. 4% rekenrente *+/+ prijsinflatie*⁵.

	Prijzen		Lange rente	Aandelen					
	(CBS)			Nationaal			Internationaal		
1976/1997	3	8	(1)	19	{11}	(12)	15	{7}	(8)
1956/1997	4	7	(-1)	14	{7}	(6)	11	{4}	(3)
1956/1994	4	7	(-1)	13	{6}	(5)	10	{3}	(2)
1960/1974	5	6	(-3)	4	{-2}	(-5)	3	{-3}	(-6)
1974	11	9	(-6)	-20	{-29}	(-35)	-27	{-36}	(-42)

Tabel 1. Empirische inflaties, rentes en rendementen (percentages)
(tussen haakjes: Overrendement t.o.v. 4% rekenrente *+/+* inflatie;
tussen accolades: Risicopremie t.o.v. Nederlandse lange rente)

Op basis van de empirische informatie in Tabel 1 voeren we respectievelijk drie risicorendement analyses uit voor de lange -, middellange - en korte termijn.

a) Lange termijn risico-rendement analyse.

Mede op basis van de historische gegevens uit Tabel 1, gaan pensioenfondsen in hun lange termijn *asset / liability* studies in het algemeen uit van:

- i) Een gemiddelde prijsinflatie van 2% à 3%;
- ii) Een gemiddelde reële rente (= lange rente *-/-* inflatie) van 2.5% à 3.5%, die zeer prudent is t.o.v. de periode 1976/1997, doch niet te laag afsteekt t.o.v. de langere historische periode 1956/1997;
- iii) Een gemiddelde risicopremie van aandelen t.o.v. de lange rente van 3% à 5%.

Merk op dat deze veronderstelde risicopremies zeer behoudend zijn t.o.v. de gerealiseerde gemiddelde risicopremies op Nederlandse en internationale aandelen over de periodes 1976/1997 (en tevens behoudend zijn t.o.v. de risicopremie op Nederlandse aandelen over de langere periode 1956/1997), en redelijk overeenkomen met de risicopremie op internationale aandelen t.o.v. de Nederlandse lange rente over de periode 1956/1997.

Om het *effect* van de risicopremie van aandelen voor pensioenfondsen te bepalen beschouwen we Tabel 2, waarin voor een aantal cases is aangegeven hoeveel *portefeuillerendement* bij gelijkblijvende buffers jaarlijks gemiddeld gerealiseerd moet worden om de pensioenen waardevast te houden (= 4% rekenrente + inflatie), en hoeveel "*excess rendement*" daarmee jaarlijks gemiddeld *vrijvalt* voor structurele *premie*-beheersing en verdere pensioenverbetering. In de cases is ten eerste uitgegaan van het percentage aandelen van 40% dat thans gemiddeld door de Nederlandse pensioenfondsen wordt aangehouden. Daarnaast wordt het alternatief met 60% aandelen geanalyseerd, dat in Nederland door een aantal grote ondernemingspensioenfondsen

⁵ Merk op dat de tabel de kenmerken vermeldt van de lange rente, zodat geen rekening is gehouden met de waardefluctuaties van marktgewaardeerde vastrentende portefeuilles.

wordt aangehouden, en als gemiddelde mix wordt gevoerd in Engeland en de USA. Tenslotte wordt ook een meer risicomijdende **asset** mix geanalyseerd met een percentage aandelen van 20%. De economische uitgangspunten van de cases zijn gebaseerd op de ranges die zijn aangegeven in (i), (ii) en (iii). In de basiscase (1) zijn deze gebaseerd zijn op het midden van deze ranges. De cases Optimistisch en Pessimistisch betreffen respectievelijk de meest gunstige en ongunstige uitersten.

	Basis (1)			Optimistisch (11)			Pessimistisch (111)		
Economische Uitgangspunten:									
- Inflate	2.5			2			3		
- Return vastrentend	5.5			5.5			5.5		
- Return aandelen	9.5			10.5			8.5		
Mix	a	b	c	a	b	c	a	B	c
Percentage aandelen	20	40	60	20	40	60	20	40	60
⇒ Portefeuillierendement	6.3	7.1	7.9	6.5	7.5	8.5	6.1	6.7	7.3
⇒ Vereist rendement (inflatie +/- 4%)	6.5	6.5	6.5	6	6	6	7	7	7
⇒ Excess rendement	-0.2	0.6	1.4	0.5	1.5	2.5	-0.9	-0.3	0.3

Tabel 2. Gemiddelde effecten van economie en beleid op pensioenen en pensioenpremies

Uit de tabel blijkt:

■ **60% aandelen:**

De gehanteerde economische uitgangspunten impliceren dat bij 60% aandelen de pensioenrechten *op de lange termijn* gemiddeld waardevast kunnen worden gehouden, terwijl er bovendien per jaar gemiddeld tot een maximum van 2.5% excess rendement op het pensioenvermogen *vrijvalt* voor *structurele premiereductie* en verdere *pensioenverbetering*. We hanteren de *hefboom* van pensioenfondsen, die gedefinieerd is als het quotiënt van het pensioenvermogen en de salarissom, om de excess rendementen uit te drukken als percentage van de salarissom. Thans is de hefboom gemiddeld ongeveer gelijk aan 5. Dus, bij de gehanteerde economische uitgangspunten kunnen de excess rendementen oplopen tot een maximum van $5 \times 2.5\% = 12.5\%$ van de Nederlandse salarissom per jaar. Door de rijping van de pensioenfondsen zal de hefboom in de komende decennia verder toenemen tot ongeveer 7.5, waardoor het excess rendement t.o.v. het rendement dat noodzakelijk is om de pensioenen waardevast te houden, in de komende decennia bij de gehanteerde uitgangspunten zal toenemen tot een maximum van bijna 20% van de Nederlandse salarissom per jaar.

■ **20% aandelen:**

Anderzijds blijkt dat indien het gemiddelde percentage aandelen tot 20% zou moeten worden teruggebracht, uitsluitend de meest optimistische economische uitgangspunten leiden tot een (gering) excess rendement. Bij de basis uitgangspunten wordt er reeds gemiddeld onvoldoende rendement gemaakt om de pensioenen waardevast te houden (waardoor er a fortiori geen ruimte is voor premiereductie), hetgeen bij de meest ongunstige economische uitgangspunten oploopt tot een structureel tekort van 1% van het pensioenvermogen per jaar.

Indien voldoende in risicodragend kapitaal kan worden belegd geeft het Nederlandse pensioenmodel *op de lange termijn* dus uitzicht op waardevast pensioenen, met daarenboven significante verwachte over-rendementen die aangewend kunnen worden voor verdere pensioenverbetering, en het realiseren van beheerste, internationaal concurrerende, pensioenpremies. Het Nederlandse pensioenstelsel kan dus bij prudente

verwachte economische uitgangspunten niet direct als te duur worden aangemerkt, zoals vaak gesteld wordt. Het tegendeel blijkt eerder het geval. Continuering van het pensioenmodel impliceert bij de gehanteerde verwachtingen enerzijds internationaal hoge waarde vaste pensioenen, hetgeen ten goede komt aan de toekomstige *afzet* van het bedrijfsleven, terwijl anderzijds de internationaal lage pensioenpremies een gunstige invloed zullen hebben op het toekomstige internationale *kostenpeil*, en daarmee *concurrentiekracht* van het bedrijfsleven.

b) *Middellange termijn risico-rendement analyse.*

De middellange termijn analyse kan worden uitgevoerd door na te gaan wat *thans* de consequenties zouden zijn indien de sombere economische periode 1960-1974 met lage rendementen en hoge prijsstijgingen zich opnieuw zou voordoen. Uit tabel 1 blijkt dat herhaling van deze periode bij een mix met 40% aandelen tot een onderrendement t.o.v. 4% *+/+* inflatie zou leiden van ongeveer -4%. Bij de huidige gemiddelde hefboom van 5 zou dit impliceren dat over een langere periode gemiddeld $5 * 4\% = 20\%$ van de salarissom per jaar zou moeten worden bijgestort om middels extra premiebijdragen de waarde vastheid van de pensioenrechten en het niveau van de dekkingsgraad op peil te houden. Hierbij moet tevens worden aangetekend:

- Door de *rijping* neemt de gemiddelde hefboom van pensioenfondsen de komende decennia ongeveer 50% toe, waardoor het premieinstrument in de toekomst aanzienlijk minder effectief zal worden om dekkingstekorten middels extra premiebijdragen te herstellen.
- Veel (vooral internationaal opererende) ondernemingen hebben een hefboom die aanzienlijk hoger is dan het gemiddelde, zodat deze bedrijven bij herhaling van de zeventiger jaren *meerdere tientallen procenten van de salarissom per jaar* zouden moeten bijstorten om middels extra premiebijdragen de pensioenrechten en de dekkingsgraad van het pensioenfonds op niveau te houden.

c) *Korte termijn risico-rendement analyse.*

Voor de korte termijn beschouwen we een periode van een jaar, hetgeen thans de *meetfrequentie* is waarop de toezichhoudende **VerzekeringsKamer** controleert of de dekkingsgraad van pensioenfondsen toereikend is om aan de verplichtingen te kunnen voldoen. Uit Tabel 1 blijkt dat zich bij de huidige beleggingsportefeuilles met 40% aandelen *in enig jaar* een onderrendement kan realiseren van bijna -20% ($=0.6 * -6 + 0.4 * -42$). Voor een pensioenfonds met een gemiddelde hefboom van 5 zou dit een extra premie van 100% van de salarissom vereisen om de dekkingsgraad en de waarde vastheid volledig middels het premieinstrument op peil te houden. Bovendien zou deze premiedruk door de rijping in de toekomst nog verder oplopen.

Dus, enerzijds geldt dat *op de lange termijn* bij voldoende omvangrijke investeringen in risicodragend kapitaal de pensioenen waarde vast kunnen worden gehouden, terwijl er tevens naar verwachting significante percentages van de salarissom zullen vrijvallen voor premie-reductie. Anderzijds blijken de *middellange en korte termijn risico's* zodanig hoog te zijn dat deze onmogelijk middels extra premiestortingen zijn op te vangen. Er zijn dus extra beleidsmaatregelen noodzakelijk om er voor zorg te dragen dat de lange termijn kracht van het pensioensysteem niet haar ondergang wordt bij kortere termijn economische tegenwind. De belangrijkste in aanmerking komende alternatieven worden behandeld in Sectie 3.

4. Risicoreducerende beleidsmaatregelen en aanbevelingen.

De in Sectie 2 behandelde risico's van het Nederlandse pensioensysteem kunnen feitelijk op twee wijzen worden bestreden, nl. ofwel het terugbrengen van de marktrisico's van de beleggingen, ofwel het continueren en intensiveren van de risicodelingen om de marktrisico's op te kunnen vangen:

a) *Terugbrengen van het belang is risicodragend kapitaal.*

De in Sectie (2b) en (2c) behandelde middellange en korte termijn risico's zouden teruggebracht kunnen worden door het percentage dat in aandelen wordt belegd zeer significant terug te brengen ten gunste van minder in waarde fluctuerende vastrentende waarden. Echter, uit Tabel 2 blijkt dat deze maatregel zeer ernstig ten koste gaat van de lange termijn ontwikkeling van de waardevastheid van de pensioenen en de beheersbaarheid van de pensioenkosten. Zowel in het belang van de premiebetalers, als in het belang van de pensioenopbouwers en de gewezen deelnemers, dient dus voorkomen te worden dat deze (nood-) maatregel zou moeten worden toegepast.

b) *Behoud solidariteit.*

In Sectie 1 is reeds uiteengezet dat de solidariteit van het Nederlandse pensioenmodel leidt tot diverse vormen van risicoreductie, nl. **tijds-diversificatie**, het aanhouden van buffers, extra premiestortingen bij (naderende) onderdekking en voorwaardelijkheidsclausules voor het indexeren van de verworven pensioenrechten van de gewezen deelnemers. De thans ter discussie staande afroaming van de buffers en het **Defined Contribution** systeem elimineren juist mogelijkheden tot het opvangen van risico's. Hierdoor kan er minder in risicodragend kapitaal worden belegd, waardoor het pensioensysteem ofwel duurder wordt i.p.v. goedkoper, ofwel bij gelijkblijvende pensioenpremies leidt tot lagere pensioenen. M.b.t. het Defined Contributie systeem geldt naast de toename van het risico door het wegvallen van de risicodelingen met de werkgevers en andere generaties, dat dit systeem bovendien gevoelig is voor het beleggingsgedrag van individuen. Ten eerste zullen individuen in gelijke omstandigheden minder in risicodragend kapitaal beleggen dan pensioenfondsen, en bovendien zullen zij sneller (op de verkeerde momenten) dan pensioenfondsen toe- en uitreden op de risicodragende beleggingsmarkten. Ook het tactisch beleggingsbeleid van individuen levert dus een extra risico op, en daarmee nog minder mogelijkheden tot het creëren van rendement. Voor verdere onderbouwingen en verificeringen van deze stellingname m.b.t. strategische lange termijn beleggingsbeleid en het tactisch beleggingsbeleid van DC-systemen verwijzen we naar de in het in het boek "Pension Funds" van Davis⁶ behandelde werken van Rappaport⁷, Mitchell⁸, Wyatt⁹, en Frijns en Petersen¹⁰. Enkele relevante citaten betreffen ". . . vast *majority of employees goes into fixed interest bonds*" en ". . . *when equities are held and their values decline, dissatisfaction is expressed*" door Rappaport voor de Amerikaanse markt, en ". . . *DC plans invested too cautiously, to the detriment of the members*" door Wyatt voor de Canadese markt.

⁶ E.P. Davis (1994), "Pension Funds: Retirement-Income Security, and Capital Markets: An International Perspective", Clarendon Press, Oxford

⁷ A.M. Rappaport (1992), "Comments on Pensions and Labour Market Activity", in: Z.Bodie and A.H. Munnell (eds.), "Pensions and the Economy", Pension Research Council and University of Pennsylvania Press, Philadelphia.

⁸ O.S. Mitchell (1994), "Public Pension Governance and Performance", Working paper no. 4632, National Bureau of Economic Research.

⁹ Wyatt Data Services (1993), "1993 Benefit Report Europa USA", The Wyatt Company, Brussel.

¹⁰ J. Frijns and C. Petersen (1992), "Financing, Administration and Portfolio Management: How Secure is the Pension Promise", in OECD, Private Pensions and Public Policy, Paris.

c) *Uitbreiding solidariteit.*

Alhoewel het pensioensysteem bij sterke buffers en voldoende solidariteit in verwachting leidt tot waarde vaste pensioenen en lage pensioenpremies, blijkt uit de risicoanalyse uit Sectie 2 dat er alsnog substantiele risico's bestaan, waardoor het mogelijk wordt dat de pensioenpremies onverantwoord hoog oplopen **en/of** de pensioenen niet waarde vast gehouden kunnen worden. Dit is met name een gevolg van de toename van de rijping, waardoor over-rendementen in goede tijden omgezet worden in steeds lagere pensioenpremies, maar waardoor onder-rendementen in slechte tijden steeds moeilijker zijn op te vangen met additionele premiebijdragen. Er zijn dus extra beleidsmaatregelen nodig om er voor zorg te dragen dat de kracht van het Nederlandse pensioensysteem in tijden van economische voorspoed niet haar zwakte wordt in economische tegenspoed. Wij pleiten ervoor om dit te realiseren door de voorwaardelijkheid van de indexering van de verworven pensioenechten van de gewezen deelnemers (risicodeling met de gewezen deelnemers), waarvan in Sectie 2 is toegelicht dat dit een grote bijdrage levert aan de risicobeheersing van het Nederlandse pensioenmodel, ook van toepassing te laten worden op de actieve (werkende) deelnemers. Er ontstaat dan een situatie waarin de pensioenpremies in enig jaar aangewend worden voor het inkopen van nieuwe pensioenrechten voor de actieve deelnemers in dat jaar, terwijl de indexering van de pensioenrechten van gewezen én actieve deelnemers geconditioneerd is op de beschikbare middelen. Zoals uiteengezet, is hiervoor financiële ruimte indien het beleggingsrendement minimaal gelijk is aan de rekenrente (van 4%) plus inflatie. Door deze maatregel zou het solvabiliteitsrisico van pensioenfondsen zeer aanzienlijk afnemen, waardoor de basis voor de lange termijn waarde vastheid van de pensioenen en significante over-rendementen verder zou versterken, terwijl de risico's op onvolledige indexering van opgebouwde pensioenrechten op een veel evenwichtiger wijze over de generaties zou worden verdeeld.

Tenslotte, zien de auteurs ook ruimte voor DC, het onderwerp van deze bundel ? Uit onze uiteenzetting volgt dat door DC juist het element uit de verzameling {deelnemers, premiebetalers, pensioenfondsen} dat later daadwerkelijk het pensioen moet gaan genieten meer beleggingsrisico gaat lopen, zowel op de lange termijn als m.b.t. het tactische **beleggings**-beleid. Hierdoor kan er minder in risicodragend kapitaal worden belegd, en dientengevolge minder rendement gegenereerd worden voor pensioenopbouw en premiebeheersing. DC is dus sub-optimaal voor de verzameling {deelnemers, premiebetalers, pensioenfondsen} als geheel, zeker indien de risicodeling wordt uitgebreid met voorwaardelijke indexering van de pensioenrechten van de actieve deelnemers. DC komt in onze visie pas in beeld indien andere factoren worden beschouwd, zoals een afwijkende risicohouding van individuen t.o.v. de groep. Op basis van deze overwegingen zou men het pensioensysteem zodanig kunnen aanpassen dat er vanaf een bepaald salaris, zeg fl. 100.000,- geen gedekte pensioenrechten worden opgebouwd, en vanaf dit salaris een beschikbaar premiesysteem in werking treedt waarvoor het individu verder zelf volledig verantwoordelijk is. Een dergelijk *hybride* systeem bevordert de eigen verantwoordelijkheid en beperkt de risico's van keuzevrijheid tot de individuen die deze risico's kunnen dragen.