

# Aandacht voor uitkeringsfase

*De grootste dreiging voor ons pensioenstelsel schuilt niet zozeer in de huidige onderdekking, maar in de instabiliteit die het stelsel te wachten staat als de uitkeringsfase aanbreekt. Deze instabiliteit vraagt om een oplossing in de vorm van een contract dat meer flexibiliteit en duidelijkheid biedt.*

TEKST Theo Kocken

**D**e uitbetalingsfase waar we dit decennium met ons pensioenstelsel in belanden, impliceert grote instabiliteit voor de dekkingsgraad van pensioenfondsen. De huidige onderdekking is niet zozeer de grote dreiging; het is een toekomst met sterke uitstroom van geld uit de fondsen die tot sterke alertheid dwingt. Deze uitstroom maakt sturen met rendementsverwachtingen ineffectief, nadat de premiestuur door de grote omvang van het pensioenfonds ten opzichte van de moederonderneming al veel langer zijn stuurkracht heeft verloren. Inzicht in deze instabiliteit is cruciaal om het draagvlak voor aanpassingen van het pensioencontract te vergroten en daarmee het DB-systeem in Nederland te kunnen behouden.

Het is vele pensioenbestuurders in Nederland wel duidelijk dat een serieuze onderdekking in een stelsel dat jaarlijks vele procenten van zijn verplichtingen uitbetaalt aan huidige gepensioneerden tot snelle verslechtering van de dekkingsgraad leidt. Zelfs bij hoge rendementen is dan volledig wegzakken onontkoombaar, indien de gepensioneerden hun volle nominale rechten ook betaald blijven krijgen<sup>1</sup>.

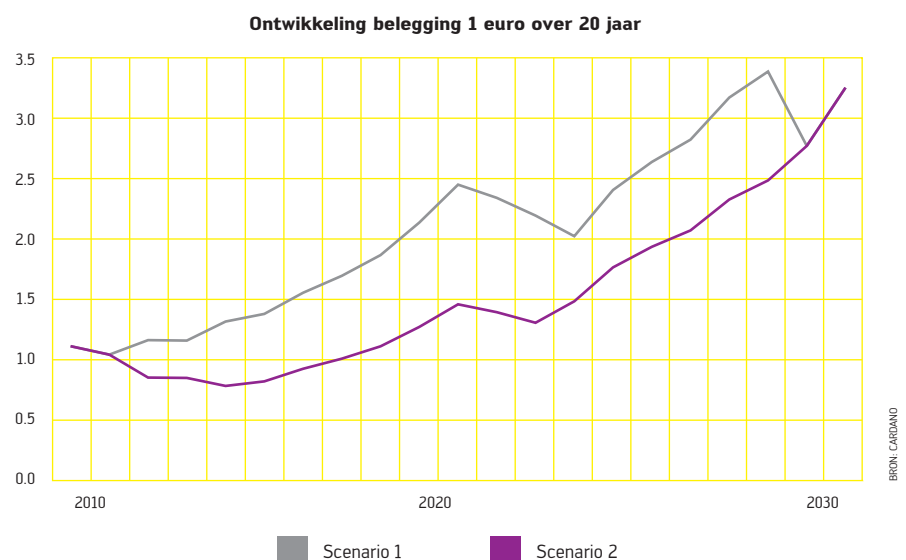
Er wordt echter nog vaak gedacht dat pensioenfondsen door hun 'sparen over de levenscyclus heen' langetermijnbeleggers zijn als ze niet (teveel) in onderdekking zitten. De verwachte risicopremie op de beleggingen wordt gezien als een oplossing om op een voldoende dekkingsgraad te ko-

men of blijven. Op zich zou dit kunnen indien aan minstens één van de twee volgende condities wordt voldaan, namelijk als (1) markten geheel geen volatiel pad rondom dit positieve gemiddelde zouden laten zien of (2) de fondsen in de opbouwfase zitten. Helaas wordt aan allebei de condities in het huidige tijdsgewricht totaal niet voldaan.

Dit betekent dat zelfs als een fonds nu niet in onderdekkingspositie zit en de garantie zou krijgen op een zeer hoog rendement over de komende 20 jaar – maar wel met fluctuaties – het fonds aanzienlijke risico's loopt doordat het in de uitbetalingsfase terecht komt.

Om de instabiliteit te illustreren, worden in [figuur 1](#) voor een 100% gefinancierd pensioenfonds (nominale dekkingsgraad 100) twee toekomstige rendementsreeksen over twintig jaar bekeken, beide met een rekenkundig rendement van 8% voor de risicovolle beleggingen. Deze risicovolle beleggingen maken 50% van de beleggingsportefeuille uit, de rest is een match met de verplichtingen.

Van deze twee reeksen worden de effecten vergeleken op zowel een jong fonds (zeg maar representatief voor de jaren 1960-1980) als een meer volwassen fonds (representatief voor de jaren 2010-2030).



**Figuur 1:** Ontwikkeling twee scenario's beleggingenindex met identiek rendement over 20 jaar

<sup>1</sup> Zie Potters en Kocken (2010): *Sinking Giants, Life & Pensions*, mei 2010.

De reeksen zijn zeer eenvoudig en opvallend identiek. De beweeglijkheid is identiek, want het betreft de daadwerkelijke rendementen in de periode 1989-2009 met dus een rendement van 8% op aandelen en een rentepositie die dicht is gezet ten opzichte van de verplichtingen. Echter, de eerste reeks is exact de periode 1989-2009 en in de tweede reeks zijn een viertal rendementen van plaats gewisseld. Uiteindelijk maakt dat voor het eindresultaat niets uit, in die zin dat de beide scenario's verdere ontwikkelingen over 20 jaar. Iedere belegde euro zou voor beide scenario's dus bijna 3 euro opleveren na 20 jaar.

Interessant en bijna paradoxaal is de impact van deze twee 'gezonde langetermijn paden' op gezonde pensioenfondsen met duidelijk verschillende rijpheidskarakteristieken.

### Invloed op jong fonds

Figuur 2 laat zien dat de dekkinggraad van dit jonge fonds (duration verplichtingen is 28 jaar) zich ongeveer ontwikkelt volgens de grillen van de beleggingsindex, maar dan wel met minder groei omdat de verplichtingen ook groeien met de disconteringsrente. Doordat er ook wel uitbetalingen plaatsvinden in dit jonge fonds, zijn er na 20 jaar wat verschillen, maar beiden eindigen met gezonde overdekking.

### Invloed op oud fonds

Een totaal ander beeld (figuur 3) volgt wanneer een pensioenfonds in de uitbetalings-

fase terecht komt. (duration verplichtingen 13). Bij exact dezelfde twee scenario's zien we nu veel grotere divergentie optreden. Scenario 1, met in de beginfase goede rendementen en pas later wat schokken, heeft een stijgende dekkinggraad tot gevolg en door de uitbetaling wordt dit effect versterkt: Steeds meer vermogen resteert om een kleine groep 'achterblijvers' sterk te verblijden.

Scenario 2 bevat juist in het begin wat klappen; het pensioenfonds ziet de dekkinggraad wegzakken en moet met een klein vermogen het gat proberen te dichten. Zeer hoge rendementen kunnen in die fase het wegzakkende fonds niet redden en na 2027 is het fonds, dat in 2010 nog een dekkinggraad van 100% had, leeg! Twee fondsen, met over 20 jaar hetzelfde rendement en nominale garanties voor de gepensioneerden, geven totaal verschillende uitkomsten. En in de praktijk betekent dit een grote kans op dramatische gevolgen. Geen basis voor een pensioenstelsel in deze fase van vergrijzing.

Overigens wordt voor dergelijke oude, rijpe pensioenfondsen hetzelfde divergerende en instabiele gedrag zichtbaar bij dekkinggraden ruim boven de 100%.

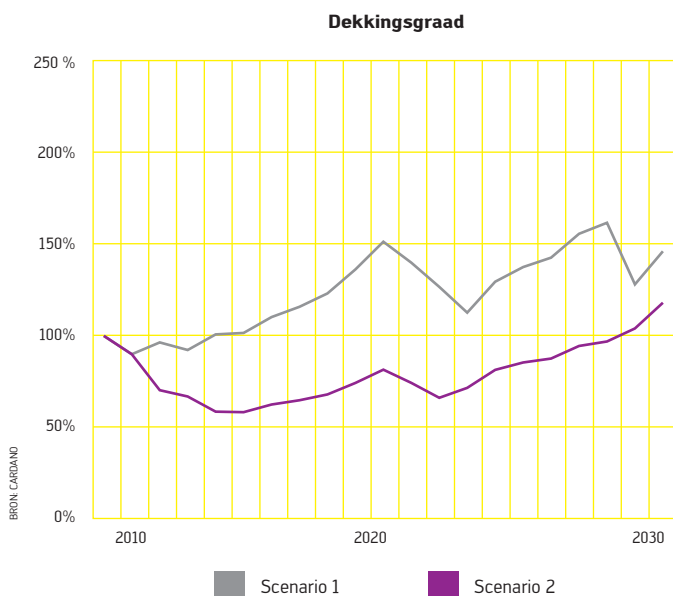
### Conclusie

Bovenstaande betreft een gestileerde maar representatieve analyse van de instabiliteit van oude, rijpe pensioenfondsen. Het terugvallen naar de aloude panacee van de lange termijn is niet van toepassing

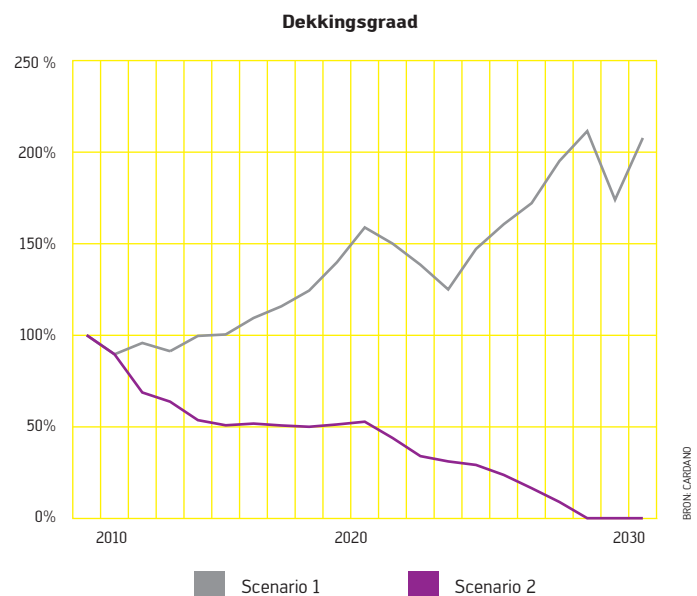
voor de uitbetalende fase van ons pensioenstelsel. Het is juist daarom zo belangrijk veel meer aandacht te besteden aan risicomanagement en bovendien snel onze pensioencontracten aan te passen. Een garantie geven aan alle deelnemers, en dus nu 100% uitbetalen in geval van onderdekking, betekent te grote onzekerheid over het pensioen voor de jongeren. Even zo goed creëert een langdurig afwachterende houding in een situatie met onderdekking, met het vooruitzicht dat mogelijk alle tekorten in één keer met hoge bedragen tegelijk moeten worden afgestempeld, ook veel te veel onrust voor de gepensioneerden. Het is daarom in het belang van alle partijen dat de pensioentoezeggingen gaan mee-ademen met de gezondheid van het fonds. Dat kan op diverse manieren, waarbij ouderen mogelijk – hun beperkte human capital in overweging nemende – minder schokken absorberen dan jongeren, maar jongeren wel gecompenseerd krijgen voor dit extra risico in betere tijden.

Iedereen is gebaat bij een oplossing die meer flexibiliteit en duidelijkheid oplevert, omdat garanties niet te geven zijn en de in dit artikel geëxpliciteerde grote instabiliteit tot onzekere en oneerlijke distributie tussen generaties dreigt te leiden. ■

Theo Kocken is CEO van Cardano Risk Management en hoogleraar Risicomanagement voor institutionele Beleggers aan de VU Amsterdam



**Figuur 2:** Dekkinggraadontwikkeling jong fonds onder de twee scenario's met zelfde rendement en volatiliteit over 20 jaar



**Figuur 3:** Dekkinggraadontwikkeling oud fonds onder twee scenario's met zelfde rendement en volatiliteit over 20 jaar