

Een levenlang pensioen?

Eind 2008 publiceerde het CBS nieuwe sterftcijfers die een hogere levensverwachting laten zien. Pensioenfondsen moesten die nieuwe cijfers van DNB verwerken in hun verplichtingen per eind 2009, wat leidde tot een daling van dekkingsgraden met enkele procentpunten en in veel gevallen tot een hogere premie. Mede hierdoor realiseren pensioenfondsen zich steeds meer dat er onzekerheid bestaat rond de levensverwachting. Commissie Goudswaard (2010) onderstreept dat pensioenfondsen daar aandacht aan moeten besteden en suggereert te overwegen de pensioenleeftijd te koppelen aan de levensverwachting. Ook sociale partners hebben in hun 'pensioenakkoord voorjaar 2010' (Stichting van de Arbeid 2010) aangegeven dat zij het niet (meer) opportuun achten om de financiering van de stijgende levensverwachting voor zover die niet afdoende was geregeld door te schuiven naar de toekomst en jongere generaties daarmee te belasten.

In dit artikel geven we de mogelijkheden weer het langlevenrisico op te vangen in het pensioencontract of de financiering en we beschrijven de mogelijkheid langlevenrisico op de kapitaalmarkt in te dekken. Wij zijn van mening dat pensioenfondsen met die mogelijkheden het langlevenrisico goed kunnen beheersen. Allereerst zullen we echter ingaan op de aard van langlevenrisico.

Langlevenrisico

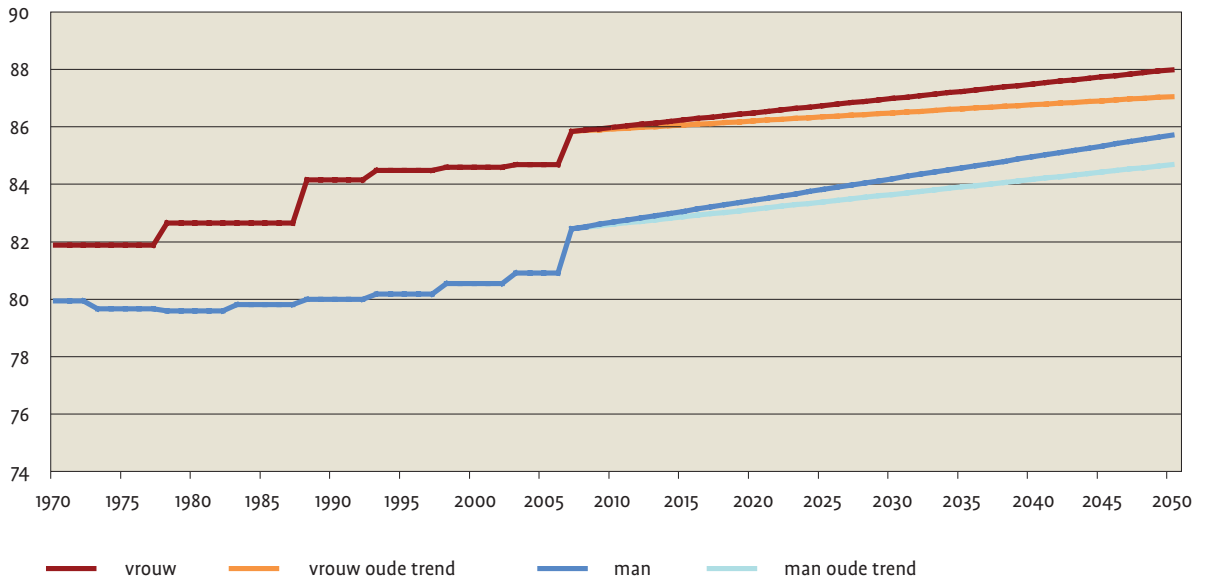
De afgelopen honderd jaar was een neerwaartse trend waar te nemen in sterftcijfers in West-Europa. Men is echter verdeeld of en in welke mate deze trend zich voortzet: is de toekomstige levensverwachting inmiddels gestabiliseerd of kunnen we nog een forse toename verwachten?

vlnr
Job Stigter en
Niels Kortleve
(PGGM)

Jeroen van der
Hoek en Niels
Vermeijden
(Cardano).¹



Figuur 1: Levensverwachting op 65 (oude en nieuwe verwachting)



In termen van impact voor een pensioenfonds schuilt het risico in een structureel hogere (of lagere) levensverwachting.² Voor Nederlandse pensioenfondsen geldt globaal dat een toename van de levensverwachting met 1 jaar een toename van verplichtingen met 4% tot gevolg heeft. Uiteraard verschilt het precieze percentage van fonds tot fonds, onder meer afhankelijk van de rijpheid van het fonds.

Risico opvangen met collectiviteit en solidariteit

Collectiviteit en solidariteit zijn de fundamenteën onder het huidige Nederlandse werkgerelateerde pensioenstelsel. Werknemers delen onderling risico's, bijvoorbeeld de financiële gevolgen van de laatste economische crisis. Daarbij neemt in veel gevallen de werkgever ook een deel van de pijn voor zijn rekening. Op deze manier managen fondsen risico's voor een individuele deelnemer die zij niet altijd volledig op de financiële markten kunnen afdekken, bijvoorbeeld inflatierisico of langlevensrisico.

Zo draagt men in het huidige pensioencontract de effecten van langer leven gezamenlijk. Actieve deelnemers en toekomstige deelnemers betalen een hogere prijs voor nieuwe pensioenaanspraken; een lagere dekkinggraad (als gevolg van de gestegen verplichtingen) leidt tot minder indexatie. Voor gepensioneerden leidt dat (mogelijk) direct tot koop-

krachtverlies, voor actieve deelnemers (en de toekomstige generatie) betekent dat op langere termijn uitholling van de koopkracht. Ten slotte zal in veel gevallen de werkgever ook meebetalen door een hogere premie.

Kortom, iedereen draagt zijn steentje bij. Maar de noodzakelijke bijdrage van de verschillende belanghebbenden om het effect van langer leven op te vangen, is in het huidige pensioencontract niet evenwichtig verdeeld.³ Omdat dat pensioencontract alleen naar de toekomst toe bijstuurt (gepensioneerden behouden hun pensioenaanspraken), zullen per definitie de actieven en de volgende generatie nettobetalers zijn van het langlevensrisico.

Dat betekent echter niet dat men langlevensrisico niet kan opvangen in een solidair collectief stelsel. Men zal het huidige contract dan wel moeten aanpassen om ook in de toekomst voor jongeren (en de volgende generatie) aantrekkelijk te laten zijn. Er zijn verschillende aanpassingen mogelijk, de een effectiever dan de ander.

Langlevensrisico in premiestelling

In het huidige contract financiert men het effect van langer leven achteraf met hogere premies en indexatiekorting. Feitelijk betekent dit dat reeds gepensioneerden vaak meer krijgen dan waarvoor ze in het verleden hebben betaald en jongeren minder krijgen

dan waarvoor ze nu betalen. Om in een vergrijzende samenleving te voorkomen dat deze overdracht ex-post te groot wordt, kan men de onzekerheid in de levensverwachting ook vooraf financieren door een hogere premie te vragen.

Zo betaalt de toekomstig gepensioneerde zelf voor de onzekerheid rondom zijn levensverwachting. Feitelijk spaart men dan voor hogere buffers om daarmee in de toekomst het effect van een hogere levensverwachting op te vangen (eventuele overschotten kunnen in de toekomst ook terugvloeien aan de gepensioneerden: iets extra geven is makkelijker dan iets afnemen). Op deze manier blijft het draagvlak voor een collectief solidair stelsel waarschijnlijk langer behouden en krijgen de deelnemers expliciet inzicht in de prijs van het langlevensrisico. Maar hiermee is het risico nog niet beheerst: de extra voorziening kan nog altijd te laag blijken, waardoor de toekomstige generatie alsnog een, zij het lagere, prijs zal moeten betalen van het risico.

Pensioenleeftijd koppelen aan levensverwachting

Om het langlevensrisico binnen het pensioencontract op te vangen kan de pensioenleeftijd gekoppeld worden aan de levensverwachting. In ieder geval voor de opbouw van nieuwe pensioenaanspraken, waarbij een stijgende levensverwachting dan niets verandert aan de reeds opgebouwde pensioenaanspraken. Een deelnemer die bijvoorbeeld 20 jaar pensioen heeft opgebouwd met een pensioenleeftijd van 65 jaar en daarna 20 jaar pensioen opbouwt met een pensioenleeftijd van 67 jaar, zou uiteindelijk met 66 jaar met pensioen kunnen gaan.

De koppeling van de pensioenleeftijd aan de levensverwachting op die manier heeft geen gevolgen voor de reeds opgebouwde rechten. Sociale partners (Stichting van de Arbeid 2010) en Goudswaard (2010) geven aan dat er pensioenrechten zijn toegekend waarvan als gevolg van de stijgende levensverwachting de financiering niet afdoende was geregeld. De sociale partners geven aan dat men dat niet (onbeperkt) kan doorschuiven naar de volgende generatie. Zij geven als mogelijke oplossing dat bij een verder stijgende levensverwachting men dit verdisconteert in het indexatiebeleid van gepensioneerden. Voor fondsen met een grijs deelnemersbestand is het koppelen van de pensioenleeftijd van de nieuwe opbouw aan de levensverwachting alleen niet voldoende. Bij een heel grijs pensioenfonds bijvoorbeeld zijn de

bestaande pensioenaanspraken zo groot ten opzichte van de nieuw op te bouwen aanspraken dat het koppelen aan de levensverwachting onvoldoende effect heeft.

Het effect van langlevensrisico wordt in het huidige pensioenstelsel onevenwichtig verdeeld. Aanpassing van het pensioencontract door koppeling van de pensioenleeftijd aan de levensverwachting en duidelijk beleid over de gevolgen van langlevensrisico voor reeds opgebouwde rechten – in vorm van lagere indexatie, aanpasbare aanspraken en/of rechtenkorting – maakt het contract wat betreft het risico van langer leven veel meer toekomstbestendig. Maar aanpassing van het contract is niet de enige manier om langlevensrisico te managen. Daar waar de collectiviteit en/of de solidariteit niet sterk genoeg is, kan mitigeren van langlevensrisico naar de kapitaalmarkt een goed alternatief of zinvolle aanvulling op aanpassing van het pensioencontract zijn.

Een markt voor langlevensrisico

Nederlandse pensioenfondsen zijn de afgelopen 10 jaar vertrouwd geraakt met het afdekken van hun balansrisico's. Voor risico's zoals rente, inflatie en aandelen zijn de hedge-instrumenten veelal voldoende effectief en liquide en deze worden ook door veel fondsen gebruikt. Voor langlevensrisico geldt dat de markt voor hedgeproducten nog in de kinderschoenen staat maar de ontwikkelingen gaan op dit moment wel snel.

Longevityproducten

In de verzekeringsmarkt zijn buy-in- en buy-out-producten beschikbaar waarmee fondsen langlevensrisico kunnen afdekken. Kort gezegd behelst een buy-out de overdracht van (een deel van) de verplichtingen naar een verzekeraar. Een buy-in kan men zien als de aankoop van verzekeringspolissen die terugkomen op de balans als investeringen met grofweg dezelfde waarde als de (herverzekerde) verplichtingen. De effectiviteit van een buy-in en buy-out ten aanzien van beheersing van langlevensrisico kan hoog zijn. Als het enkel nominale rechten betreft, zijn die oplossingen partieel, aangezien men de toekomstige indexatie nog uit de opbrengsten van de resterende activa zal moeten betalen. Het verzekeren van reële, dus onvoorwaardelijk geïndexeerde, rechten, is een voor pensioenfondsen dure oplossing aangezien Nederlandse inflatie nauwelijks in de markt verkrijg-

baar is. Daarbij kan men dit enkel voor alle verplichtingen realiseren als de reële dekkingsgraad hoger is dan 100.

Een pensioenfonds kan in principe investeren in (extreme) *mortality bonds*. Investeerders in dergelijke obligaties ontvangen een risicopremie voor het risico dat ze lopen: dat de hoofdsom niet (geheel) wordt terugbetaald in geval van specifieke (extreme) *mortality events*. In het algemeen hoeft een dergelijke obligatie niet effectief te zijn. Stel dat een gebeurtenis optreedt die leidt tot slechts gedeeltelijke terugbetaling van de hoofdsom aan het fonds. Het kan zijn dat deze gebeurtenis de populatie van het fonds geheel niet raakt of slecht een zeer klein deel van de populatie. Gelijktijdig bestaat de mogelijkheid dat de levensverwachting toeneemt. Daarmee vormen *mortality bonds* geen echte hedge.

Om op flexibele wijze op balansniveau langlevensrisico af te dekken lijken *unfunded* kapitaalmarkt-instrumenten het meest geschikt, wat al blijkt uit het feit dat Nederlandse pensioenfondsderivaten al grootschalig inzetten voor risicomanagementdoeleinden. We zullen daarom hieronder ingaan op de twee meest voorkomende (lineaire) varianten: *indemnity swaps* en *index swaps*.

Indemnity swaps

In Europa zijn tot dusver de ogen gericht op het Verenigd Koninkrijk waar in de afgelopen 2 jaar verschillende high-profile-transacties hebben plaatsgevonden; enkele Britse pensioenfonds hebben een groot deel van hun langlevensrisico met longevity-

swaps afgedekt. Globaal gesproken geldt voor een dergelijke swap dat het fonds de kasstromen ontvangt om pensioenuitkeringen te betalen die volgen uit het feit dat deelnemers langer leven dan verwacht; andersom geldt dat het fonds de tegenpartij de kasstromen betaalt die zij niet hoeft uit te keren als deelnemers korter leven dan verwacht (zie figuur 2). Effectief betekent dit dat het pensioenfonds nagenoeg geen onzekerheid meer heeft over de uit te keren pensioenen voor wat sterfte van deelnemers betreft.⁴

Deze afdekking realiseert men met zogenaamde *indemnity swaps*. Dit zijn op maat gesneden instrumenten gebaseerd op de populatie van gepensioneerden van een specifiek pensioenfonds. In het bijzonder betekent dit dat het contract doorgaans pas is afgelopen op het moment dat de laatste persoon in de populatie is overleden. Het maatwerk van *indemnity swaps* maakt ze zeer effectief in het afdekken van langlevensrisico mits uiteraard op zorgvuldige wijze geïmplementeerd. Het structureren van dergelijke swaps vergt echter veel tijd en aandacht op gebieden als juridische documentatie, waardering en tegenpartijrisico. Daarnaast ligt de focus op gepensioneerden omdat een *indemnity swap* voor (in)actieve deelnemers zeer lange looptijden – grofweg 50 jaar en langer – zou impliceren. Deze lange looptijden vertegenwoordigen een risico dat de markt (nog) niet bereid is op zich te nemen.

Index swaps

De nadelen van *indemnity-swaps* hebben de roep naar een meer gestandaardiseerde markt met *index swaps* doen toenemen. In grote lijnen is de werking van een *index swap* gelijk aan die van een *indemnity-swap* met als belangrijkste verschil dat de onderliggende geen specifieke populatie is maar een *longevity-index*. Een Nederlands pensioenfonds zou een swap kunnen afsluiten met een Nederlandse *longevity-index* als onderliggende. Indien de sterfte volgens de index lager ligt dan een vooraf afgesproken niveau ontvangt het pensioenfonds geld, omgekeerd betaalt het fonds indien de sterfte hoger ligt dan het afgesproken niveau. De te gebruiken index dient uiteraard transparant en objectief te zijn. Standaardisatie, waaronder een wijd geaccepteerde index, is een belangrijke voorwaarde voor een volwassen, liquide langlevensrisicomarkt.⁵ Een aandachtspunt is echter het basisrisico wat men hiermee introduceert:

Figuur 2: Globale werking longevity swap



Tabel 1: Kenmerken indemnityswaps vs indexswaps

Onderwerp	Indemnity swaps	Index swap
Afdekking	Nagenoeg perfecte afdekking	Basisrisico in afdekking
Effectiviteit	Grotendeels afhankelijk van goede structurering	In grote mate bepaald door hedge-analyse vooraf voor specifieke populatie
Implementatietijd	Lang, vereist uitgebreide (juridische) documentatie	Relatief beperkt
Volumes	Grote volumes (honderden miljoenen tot enkele miljarden)	Zowel grote als kleinere volumes
Pricing	veel statistische ⁶ informatie over specifieke populatie benodigd	Grotendeels gebaseerd op historie en verwachte ontwikkeling van index
Toepasbaarheid	Vooral toepasbaar voor gepensioneerden	Ook voor (niet)actieve deelnemers te gebruiken
Basis voor uitbetaling	Onafhankelijke monitoring van gerealiseerde sterfte noodzakelijk	Afrekening in swap gebaseerd op waarneembare index
Liquiditeit	Geen liquiditeit	In toekomst mogelijk liquiditeit

de daadwerkelijke gerealiseerde sterfte van de af te dekken populatie van deelnemers kan afwijken van de sterfte volgens de index. Mede om deze reden vereist het opzetten van een longevity hedge met behulp van index swaps een goede analyse vooraf.

Pricing

Verschillende partijen zoals (her)verzekeraars hebben kortlevenrisico op hun balans. Dit risico komt onder meer voort uit verzekeringsproducten die uitkeren aan bijvoorbeeld nabestaanden indien de verzekerde overlijdt. De waarde van de polis neemt toe naar mate de levensverwachting van de verzekerde afneemt. Reductie van vereist kapitaal is een reden om dit kortlevenrisico af te dekken. Echter, in de markt is de omvang van langlevensrisico groter dan van kortlevenrisico. Dit impliceert dat pensioenfondsen voor het afdekken van langlevensrisico een risico-premie moet betalen. Merk op dat zelfs over de grootte van de risicopremie van reeds lang verhandelde risico's zoals inflatierisico op dit moment in de literatuur nog geen consensus bestaat (zie Bekaert 2009). Daarom zien wij het kwantificeren van deze premie minder zinvol voor waarderingsdoeleinden. Om een eerste inzicht in de effectiviteit en 'prijs' van de swap te krijgen kan men kijken naar de uitbetaling op de swap als de levensverwachting bijvoorbeeld met 1 jaar toeneemt. Een exercitie die minstens zo relevant is, wordt gevormd door een risicoanalyse in balanscontext. Hierbij kan men gebruik maken van enkele stressscenario's ten aanzien van de levensverwachting. Een vergelijking tussen de dekkinggraadniveaus met en zonder afdekking onder

deze scenario's kan een goede basis vormen voor het besluit om longevity swaps in te zetten. In feite kan men dit zien als een afweging tussen de "kosten" van de swap en de "waarde" die het fonds toekent aan de reductie van (extreme) langlevensrisico. Sterk gemotiveerd door de ontwikkelingen in de Britse markt hebben verschillende banken en verzekeraars aangegeven afdekking van Nederlands langlevensrisico aan te gaan bieden, zowel in de vorm van indemnity swaps als indexswaps en in mindere mate niet-lineaire structuren. Hiermee ontstaat de mogelijkheid voor Nederlandse pensioenfondsen een risico af te dekken dat steeds relevanter wordt nu overige dominante balansrisico's al verregaand actief worden beheerst. In de praktijk zal moeten blijken in welke mate een first-mover (pricing)voordeel bestaat voor de eerste Nederlandse pensioenfondsen die een longevity hedge willen implementeren.

Conclusie

Lagere sterftcijfers die bij veel pensioenfondsen resulteerden in een daling van de dekkingsgraden en hogere premies hebben langlevensrisico op de agenda gezet. Pensioenfondsen zullen moeten kijken naar de mogelijke impact van dit risico in balanstermen. Aangezien het risico op lange termijn groot is,⁷ zal het pensioenfonds moeten definiëren hoe zij het langlevensrisico wil managen. Een noodzakelijke vervolgstap is het concretiseren van de wijze waarop het fonds het langlevensrisico effectief in het pensioencontract opvangt. Belangrijk hierbij is te beseffen dat het risico overwegend in reeds bestaande rechten doorwerkt en maatregelen die enkel betrek-

king hebben op nieuw op te bouwen rechten daarom slechts beperkt soelaas bieden.

De risicobereidheid en draagkracht van een fonds kunnen tot de beslissing leiden de risico's (niet alleen) intern op te vangen maar grotendeels af te wentelen in de 'opkomende' kapitaal- en verzekeringsmarkt voor langlevens. Beschikbare liquiditeit, pricing en structurering verdienen hierbij bijzondere aandacht.

De benadering van langlevensrisico is altijd maatwerk waarbij zowel in geval van interne risico-overdracht als externe risico-overdracht een zorgvuldige implementatie essentieel is voor de effectiviteit van die overdracht.

Bronnen

Geert Bekaert (2009), 'Inflation risk and the inflation risk premium', NEA-paper 21, Netspar, Tilburg
Commissie Goudswaard (2010), 'Een sterke tweede pijler: Naar een toekomstbestendig stelsel van aanvullende pensioenen', Commissie Toekomstbestendigheid Aanvullende Pensioenregelingen
Stichting van de Arbeid (2010), 'Pensioenakkoord voorjaar 2010', 4 juni 2010

Noten

- 1 Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.
- 2 Naast onzekerheid rond de (macro)levensverwachting is er ook onzekerheid rond het individuele (micro)niveau van sterftecijfers. Grofweg geldt dat toevalligerwijs in het ene jaar meer of minder mensen kunnen overlijden dan in een ander jaar. De impact van dit 'microrisico' is voor pensioenfondsen beperkt.
- 3 Deze solidariteit wordt ook doorgaans niet op voorhand expliciet gemaakt.
- 4 In sommige longevity-swaps houdt men zelfs rekening met indexatie. Met nabestaandenpensioenen houdt men doorgaans geen rekening.
- 5 Verschillende marktpartijen hebben voor dit doel begin 2010 de handen ineen geslagen en de Life & Longevity Markets Association (LLMA) opgericht.
- 6 Dit betreft met name een groot deelnemersbestand en voldoende historisch informatie over de gerealiseerde sterftecijfers.
- 7 Het CBS gaat uit van een onzekerheid van 5 jaar rond de verwachte langleventrend.