Hoe pensioenen weer volledig geïndexeerd kunnen worden

Posted on 12 augustus 2023 by Gastauteur

*door Arno Eijgenraam**

Ik ben actuaris en lid van het Actuarieel Genootschap. In onze beroepsregels staat kort gezegd dat onze berekeningen altijd betrouwbaar moeten zijn, wat daarvan ook de consequenties zijn. Ik heb uit vakmatige interesse geanalyseerd hoe het nu zat met de rekenrente, zekerheid en het beheren van risico's. Daarbij ontdekte ik dat de huidige manier van rekenen vaktechnisch gezien fout is.

Als je zo'n fout op school maakt, dan krijg je een onvoldoende, maar dan heeft verder niemand daar last van. Maar deze fout had gevolgen voor miljoenen mensen. Daarom ben ik opgestaan om de fout te herstellen. Ik maak u graag deelgenoot van wat ik ontdekt heb en hoe ik denk dat op te lossen. En dat is niet, om misverstanden te voorkomen, om voor een of de andere doelgroep tot een zo gunstig mogelijke uitkomst te komen.

De modelfout in het Financieel ToetsingsKader voor pensioenfondsen

Het Financieel ToetsingsKader (FTK) is het rekenmodel van het zojuist afgeschafte pensioenstelsel. Het bevat onder andere de risicovrije rente als rekenrente en stringente regels om te mogen indexeren.

Het FTK is begin deze eeuw ontwikkeld bij de Pensioen- & Verzekeringskamer, die in 2004 is opgegaan in De Nederlandsche Bank (DNB). Het is gebouwd door mensen die ervaring met en kennis van modellen voor beleggingsfondsen en optiehandel hebben.

Zij gebruikten deze kennis en ervaring bij het bouwen van het FTK. In die tijd was dat behoorlijk innovatief. Maar er kleefde een groot nadeel aan deze aanpak: de modelbouwers maakten de begrijpelijke, maar uiteindelijk desastreuze fout om het verschil in karakter tussen pensioenfondsen (en verzekeraars) en beleggingsfondsen te miskennen.

Een in het oog springend verschil in karakter is bijvoorbeeld het feit dat een beleggingsfonds elke dag een koers moet publiceren, terwijl een pensioenfonds een horizon van tientallen jaren heeft. Daarnaast zijn bij een beleggingsfonds alle verplichtingen hard, terwijl een pensioenfonds ook zachte verplichtingen kent, waarvan de indexatieambitie de belangrijkste is.

De basis voor het FTK-model wordt gevormd door de theorie van de marktwaardering. Om die uit te leggen maak ik onderscheid tussen waarde en prijs. De waarde van een belegging is de opbrengst die een belegger uit de belegging verwacht te ontvangen, gecorrigeerd voor de tijd die hij op zijn geld moet wachten en voor de onzekerheid dat hij die opbrengst ook daadwerkelijk gaat krijgen. Waarde is dus een subjectief begrip. De prijs is gewoon de beurskoers.

De prijs is een goede weergave van de waarde

Als de waarde voor een belegger hoger is dan de prijs, dan zal hij de belegging kopen; is de waarde lager dan de prijs, dan zal hij verkopen. Als er meer beleggers zijn die willen kopen dan beleggers die willen verkopen, dan zal de prijs stijgen totdat er evenwicht is. De prijs die zo gevormd wordt, is dus gelijk aan de waarde voor de gemiddelde belegger.

De theorie van marktwaardering gaat er nu vanuit, dat de zo gevormde prijs ook een goede weergave is van wat DE waarde van de belegging is. De gemiddelde inschatting van een groot aantal beleggers wordt namelijk als een weloverwogen inschatting gezien. Die redenering wordt ook andersom toegepast: als twee beleggingen op hetzelfde moment dezelfde uitkering geven, maar in prijs verschillen, dan is de ene belegging dus risicovoller dan de andere en uit het prijsverschil wordt afgeleid hoe risicovoller.

Het waarderingsperspectief bij pensioenen

Voor beleggingsfondsen is deze theorie uitermate geschikt en het is vanuit die achtergrond dan ook niet vreemd dat de bouwers van het FTK hun model voor de risico's van pensioenfondsen op deze theorie bouwden.

Ze definieerden een pensioen als een serie verplichte uitkeringen. De waarde daarvan is dan afhankelijk van de hoogte van de respectievelijke uitkeringen, van het risico dat de uitkering lager uitvalt en het tijdstip van de uitkering. Het gaat hier om een harde verplichting die met 100% zekerheid moet worden nagekomen en dus wordt het risico op nul gesteld. Hieruit volgt de risicovrije rente als logische rente voor pensioenfondsen. Ik noem deze methode om de rekenrente en in bredere zin de waarde van pensioenen te bepalen het waarderingsperspectief.

Theorie van marktwaardering gaat uit van een vrije markt

Waarom is deze methode nu fout als ze op pensioenen wordt toegepast?

Daar zijn verschillende redenen voor. Ten eerste is in deze aanpak de indexatieambitie niet meegenomen. De theorie van marktwaardering kent alleen harde verplichtingen en kan een zachte verplichting zoals een ambitie dus niet verwerken. De modelbouwers hebben die ambitie daarom maar helemaal buiten beschouwing gelaten. In de latere wetgeving is indexatie zelfs gemodelleerd als een bedreiging van de harde verplichtingen met als gevolg dat er allerlei voorwaarden kwamen om te *mogen* indexeren.

De tweede reden is fundamenteler. De theorie van marktwaardering gaat namelijk uit van een vrije markt. Dat betekent dat ervan wordt uitgegaan dat iedereen die een verschil ziet tussen waarde en prijs van een product onbelemmerd kan kopen of

verkopen.

We hebben door de dalende rekenrente het afgelopen decennium echter gezien dat de prijs van pensioen steeds hoger werd. Tegelijk hebben we gezien dat veel deelnemers – met name jongeren – het vertrouwen in het stelsel verloren. De gedachte was bij jongeren algemeen dat als zij eenmaal aan pensioen toekwamen er geen geld meer in de pot zou zitten. Dat was volkomen ten onrechte, maar het was wel de perceptie van de deelnemer.

Voor deze deelnemers was hun pensioen dus iets waarvan de waarde (verwachte opbrengst in de toekomst) heel laag was, terwijl de prijs (het bedrag dat pensioenfondsen moeten aanhouden om de pensioenverplichting waar te maken) heel hoog was. Als de theorie van marktwerking op zou gaan, dan zouden deze deelnemers massaal de markt op gaan om hun pensioen te verkopen. Dat is niet gebeurd om de simpele reden dat dit wettelijk (en mogelijk ook contractueel) niet is toegestaan. Zowel het pensioenfonds als de deelnemer zitten dwingend aan elkaar vast en kunnen alleen onder heel stringente voorwaarden van elkaar af.

Risicovrije rente is een ondeugdelijke rekenrente

Met andere woorden: de basisveronderstelling van een vrije markt waarop de theorie van marktwaardering steunt gaat bij pensioenverplichtingen niet op. Bijgevolg is het waarderingsperspectief een ondeugdelijke manier om de verplichtingen van een pensioenfonds vast te stellen.

Dat betekent dat de risicovrije rente een ondeugdelijke rekenrente is voor pensioenfondsen en dat de berekening van het Vereist Eigen Vermogen volgens de formules die er nu zijn een ondeugdelijke manier is om de risico's van pensioenfondsen vast te stellen.

De modelfout in de Wet toekomst pensioenen

Na invoering van het FTK is de risicovrije rente (en bijgevolg de rekenrente voor pensioenfondsen) naar een ongekend en onverwacht lage diepte gezakt. Bijgevolg daalden de dekkingsgraden van pensioenfondsen naar een ongekend en ongewenst niveau en maakte de discussie over indexatie plaats voor een discussie over kortingen op de nominale uitkeringen en aanspraken.

Kortingen werden echter politiek onwenselijk gevonden en er werd een oplossing gezocht. Deze oplossing werd – nog steeds denkend vanuit het waarderingsperspectief – gevonden in het verhogen van het risico.

Immers, de waarde van een pensioen wordt binnen het waarderingsperspectief bepaald door de rekenrente en het risico. Accepteren we een risico nul dan moeten we met de risicovrije rente werken. Als het risico verhoogd wordt dan zal de rekenrente hoger kunnen zijn en zal de waarde van de verplichtingen dalen. De dekkingsgraden zullen dan stijgen en er zal ruimte komen voor indexering. Deze gedachte was de basis voor het pensioenakkoord.

DNB schafte solidariteit tussen generaties af

De Nederlandsche Bank bleef echter heel recht in de leer van het waarderingsperspectief en koos voor een heel stringente uitleg. De opvatting van De Nederlandsche Bank was dat een hoger risico wél invloed zou mogen hebben op de buffers, die dan lager zouden mogen zijn, maar niet op de rekenrente. Wil men 'bevrijd' worden van de dagelijkse zorgen om de dekkingsgraden dan moet men overstappen op een premiestelsel en afstappen van het huidige uitkeringsstelsel. Bij een premiestelsel is immers het beschikbare vermogen bepalend voor de uitkering. Daarmee is de dekkingsgraad per definitie altijd 100%.

In de uitwerking werd daarom gekozen voor een premiestelsel waarmee alle risico's bij individuele deelnemers en pensioengerechtigden zouden komen te liggen. Maar gaandeweg werd daarnaast een nieuw doel geïntroduceerd: afschaffen van de solidariteit tussen generaties. Uiteraard werden hiervoor andere termen bedacht, namelijk *voorkómen van herverdelingseffecten* en *aanpassen aan de veranderde arbeidsmarkt*.

Solidariteit (als wiskundige heb ik het liever over risicospreiding of diversificatie) levert echter welvaartswinst op. Actuarieel is het spreiden van risico's een middel om risico's te verlagen zonder rendement in te leveren.

Als solidariteit welvaartswinst oplevert, dan levert het afschaffen van solidariteit dus welvaartsverlies op. Dit welvaartsverlies manifesteert zich heel concreet. Het is voor gepensioneerden in dit nieuwe stelsel namelijk onmogelijk geworden om volledige indexatie te bereiken.

De actuaris Henk Bets heeft dit rekenkundig aangetoond en in de parlementaire

discussie ingebracht. Om een inflatie van 2% met indexatie bij te houden is een belegging van 50% in aandelen nodig. In 2008 is de AEX met 52% gedaald. Als je je pensioen voor 50% daarin belegd zou hebben, zou dat dus een hap van 26% uit het pensioenvermogen hebben betekend.

Ook al kun je dit resultaat spreiden en is dit vanaf 2009 en de jaren daarna wel weer goed gekomen, daar wil je een ingegaan pensioen niet aan blootstellen. Gepensioneerden kunnen zich dus niet voldoende risico veroorloven om het rendement te maken dat op lange termijn nodig is voor volledige indexatie.

Het ROL-model

ROL Pensioenfondsen is een nieuw risicomodel voor pensioenfondsen. ROL staat voor Risicobeheer Op Lange termijn.

ROL stapt af van het waarderingsperspectief en keert terug naar wat ik het begrotingsperspectief noem, het uitgangspunt waar de rekenrente tot 2007 op gebaseerd was. Bij het begrotingsperspectief wordt de rekenrente benaderd alsof het onderdeel is van een meerjarige begroting op heel lange termijn. Met andere woorden: het gaat uit van wat er aan opbrengsten verwacht mag worden en houdt daarbij voorzichtigheidshalve rekening met het risico dat het wat minder kan worden.

ROL Pensioenfondsen wil vier verschillende rekenrentes introduceren, respectievelijk voor vastrentende waarden, aandelen, vastgoed en grondstoffen. Voor vastrentende waarden zal de rekenrente grofweg overeenkomen met de vaste rente; voor de andere drie zal er op basis van langjarige statistieken een verwacht rendement en een risico worden bepaald.

De rekenrente voor het deel van de verplichtingen dat door de desbetreffende categorie gedekt wordt, zal gelijk zijn aan het verwachte rendement minus het risico. Voor verplichtingen die heel ver weg liggen, zal dat risico klein zijn, omdat het over de jaren uitmiddelt; voor verplichtingen op korte termijn zal het risico groot zijn omdat er dan minder gemiddeld kan worden. Zo zal de rekenrente voor de korte termijn dus laag zijn, waarschijnlijk zelfs negatief, maar voor de lange termijn steeds hoger.

Welk risico acceptabel is zal de politiek moeten bepalen naar aanleiding van nog te maken berekeningen. Gedacht moet worden aan 90% of 95% zekerheid.

Dit is overigens de zekerheid dat de premie die in één bepaald jaar wordt ingelegd, toereikend is voor de pensioenuitkering in één bepaald toekomstig jaar. Doordat het pensioen in vele jaren wordt opgebouwd en ook de uitkeringen vele jaren duren is door risicospreiding over inlegjaren en uitkeringsjaren de werkelijke zekerheid nog veel hoger.

De buffers in dit systeem zitten al in de rekenrente. Er hoeven dus bovenop de technische voorzieningen feitelijk geen extra buffers te worden aangehouden.

Indexatieambitie

Een pensioenfonds moet ook een indexatieambitie formuleren. Als de dekkingsgraad op basis van dit systeem boven de 100% ligt moet het fonds indexeren volgens de ambitie, niet meer en niet minder. Voor zover de indexatie tenminste gefinancierd kan worden uit het overschot boven de 100%. Inhaalindexatie mag dus alleen als het fonds dit in de ambitie heeft verwoord.

Is de dekkingsgraad beneden de 100%, dan maakt het fonds een tweede berekening. Daarvoor wordt gebruik gemaakt van een tweede rekenrente, gebaseerd op het verwachte rendement zonder aftrek voor risico. Heeft het fonds op basis van die tweede berekening voldoende middelen, dan hoeft er niet gekort te worden. Wel moeten dan de meevallers eerst besteed worden aan het aanvullen van het tekort, voordat er geïndexeerd mag worden.

**Arno Eijgenraam* *schreef dit artikel als gastauteur in Wynia's Week. Eijgenraam is actuaris en voorzitter van de stichting ROL Pensioenfondsen. Zie www.rol-pensioenfondsen.nl.*

Wynia's Week *neemt nooit vakantie. Wynia's Week is er het hele jaar door, minstens 104 keer per jaar. Met onafhankelijke, verrassende berichtgeving.*
En Wynia's Week is wel gratis, maar niet goedkoop. De lezers, kijkers en luisteraars maken Wynia's Week mogelijk. Doet u mee? Doneren kan HIER. Hartelijk dank!