

## Voorstel voor een stabiel FTK met keuzemogelijkheden zonder perverse prikkels

Lans Bovenberg

Theo Nijman

6 september 2013

Het voorstel in deze notitie sluit aan bij de tussenweg tussen het nominale en reële contract, zoals geschetst in de aanbiedingsbrief bij het consultatiedocument over het voorontwerp van wet herziening ftk, die midden juli door het kabinet aan de Tweede Kamer werd aangeboden. We sluiten aan bij de poging in deze tussenweg om een aantal elementen uit het reële ambitiecontract op te nemen in de nominale uitkeringsovereenkomst.

*Meer symmetrische contracten met langere hersteltermijnen,....*

Het gaat dan bijvoorbeeld om een meer symmetrisch uitsmeermechanisme in herstelplannen waardoor mee- en tegenvallers op dezelfde wijze worden verdeeld. Deze meer symmetrische ('lineaire') uitsmeercontracten met langere hersteltermijnen bij lage dekkingsgraden verminderen de al door de commissies Frijns en Goudswaard gesignaleerde beleggingsspagaat. Fondsen kunnen risicovol blijven beleggen in het belang van een goed pensioen voor werkenden, zonder daarbij gepensioneerden op te zadelen met een zeer volatiel pensioeninkomen.

*... overlappende herstelplannen,....*

Een ander welkom element in de door het Ministerie van SZW geschetste tussenweg is dat schokken tijdens een herstelplan weer opnieuw een nieuw herstelplan krijgen zodat er sprake is van overlappende herstelplannen. Dit vermindert de huidige grote beleggingsspagaat aan het einde van een herstelplan.

*..toekomstbestendige indexatie,....*

Ook kunnen wij ons goed vinden in het idee achter de toekomstbestendige (cq duurzame) indexatie: fondsen moeten toeslagen zo bepalen dat er voldoende geld in kas blijft om *in verwachting* jongeren een goed pensioen te kunnen blijven bieden. Er is dus sprake van een generatiebestendige regel voor het geven van indexatie.

*...nominale indexatieambitie,....*

Verder kunnen wij begrijpen dat gekozen wordt voor een nominale invulling van het contract zolang de markt voor geïndexeerde obligaties nog te klein is en onvoldoende liquide. Wel dringen wij aan op een rol van de overheid bij het ontwikkelen van deze markt zodat het mogelijk wordt pensioencontracten aan te bieden met reële elementen zonder dat discussie ontstaat over de waardering van zo'n contract. Op dit moment is het nog niet goed mogelijk om inflatie tegen objectieve prijzen te verhandelen binnen het fonds.

*...nominale dekkingsgraad voor sturing en juridische waardering,....*

Wij sluiten ook net als het SZW voorstel aan bij het blijven gebruiken van de nominale rentetermijnstructuur voor het berekenen van de nominale dekkingsgraad als stuurvariabele in het contract.

*... vast verwacht rendement en macrostabiliteit,*

Verder sluiten we aan bij huidige veronderstellingen over een vast verwacht rendement op aandelen in de parameters die fondsen mogen gebruiken in herstelplannen en in de huidige continuïteitstoets.<sup>1</sup> Hierdoor hangen de toeslagen niet alleen af van de nominale dekkingsgraad maar ook van de rentetermijnstructuur. Bij een lage rente is de herstelcapaciteit van een fonds

---

<sup>1</sup> Het verwachte rendement op aandelen wordt periodiek herijkt door de commissie parameters.

namelijk groter. Dit leidt tot een macrostabiel element in het systeem, zonder dat men de waarderingsgrondslag voor de balans hoeft aan te passen.<sup>2</sup>

*...en aansluiting bij het bestaande ten behoeve stabiliteit*

Door zoveel mogelijk aan te sluiten bij bestaande methodieken worden grote schoksgewijze aanpassingen voorkomen die het vertrouwen van de bevolking in het stelsel zouden kunnen ondermijnen. Stabiliteit van het pensioenstelsel is een groot goed. Verder vermindert het zoveel mogelijk aansluiten bij bestaande methodieken de juridische problemen die bij het invaren van oude rechten in een nieuw stelsel ontstaan.

Wij presenteren hieronder een aantal amenderingen op het tussenvoorstel van SZW. Per amendering geven we aan waarom we deze amendering voorstellen. De verschillende amenderingen kunnen ook los van elkaar worden geïmplementeerd.

### **1. Collectieve keuzevrijheid zonder toezichtarbitrage en perverse prikkels**

Wij stellen voor binnen de tussenvariant twee alternatieve contractvormen te onderscheiden: de 'nominale prudentieovereenkomst' (NPO) en de 'indexeringsovereenkomst' (IO). Zie de bijlage voor meer details.

In de NPO wordt de jaarlijkse toeslag zo bepaald dat na een gegeven aantal jaren (b.v. 10 jaar) de verwachte nominale dekkingsgraad van het fonds zal zijn toegegroeid naar de VEV eis. In de IO wordt de toeslag zo bepaald dat na een gegeven aantal jaren (b.v. 10 jaar) het verwachte vermogen van het fonds zal zijn toegegroeid naar een normvermogen waarin het fonds toekomstbestendig kan indexeren op de van te voren gespecificeerde indexatie-ambitie.<sup>3</sup>

De NPO is dus gericht op het waarmaken van nominale prudentie (gebaseerd op zekerheidsmaat van 97.5 %) terwijl de IO gericht is op het waarmaken van een bepaalde indexatie-ambitie. In de NPO is het feitelijke strategische beleggingsbeleid het aanknopingspunt voor het bepalen van het normvermogen. In de IO is de indexatie-ambitie uitgangspunt.

De rentegevoeligheid de IO is minder dan in de NPO omdat het normvermogen en de kostendekkende premie minder sterk stijgen met de rente. Zo dalen de nominale ambitiedekkingsgraad (en daarmee de opslag op de premie berekend met de risicovrije rente) met de rente terwijl het VEV (en daarmee de opslag op de premie berekend met de risicovrije rente) in de NPO niet van de rente afhangt.

Op deze manier krijgen de contractpartijen de vrijheid zelf het door hen geprefereerde evenwicht te kiezen tussen nominale prudentie en indexatie-ambitie. De IO is minder rentegevoelig (en zal dus ook vaak kiezen voor minder renteafdekking) dan de NPO omdat het in de afruil tussen nominale prudentie (het voorkomen van nominale kortingen) en indexatie ambitie voor het tweede kiest. We bieden dus een reële mogelijkheid voor fondsen die de rentegevoeligheid van hun kostendekkende premie (voor een gegeven opbouw) willen beperken en minder nominaal willen sturen. De mogelijkheid om voor minder rentegevoelige contracten te kiezen draagt bij aan het verminderen van het procyclische karakter van het pensioenstelsel (zonder daarbij ondoorzichtige uitsmeerregels voor de premie op te nemen die in ondoorzichtige generatie-effecten resulteren).

---

<sup>2</sup> Als men de dekkingsgraad op een andere wijze berekend kan met de toeslag alleen baseren op slechts één variabele die de toestand van het fonds en de economie in één toestandsvariabele samenvat: de ambitie dekkingsgraad (houdt ook rekening met indexatie-ambitie en overrendement als gevolg van zacht contract). Deze manier van berekenen sluit direct aan bij de BNW dekkingsgraad uit de ambitieovereenkomst in het voorontwerp.

<sup>3</sup> Dit normvermogen kan ook worden uitgedrukt als percentage van het benodigde vermogen voor een vaste nominale annuïteit. Dit is de nominale normdekkingsgraad cq nominale ambitiedekkingsgraad. Deze ambitiedekkingsgraad stijgt met de rts. Zie de bijlage.

Het op deze manier invullen van de keuze tussen meer nominale zekerheid of meer nadruk op indexatie voorkomt toezichtsarbitrage bij de keuze tussen een contract dat meer nadruk legt op nominale prudentie en een contract dat kiest voor nadruk op de indexatie ambitie. In het voorontwerp is wel sprake van toezichtsarbitrage omdat in het reële contract (dat zich vooral richt op de indexatie ambitie) wordt gewerkt met een constante aandelenrisicopremie en bij het nominale contract met een constant verwacht aandelen rendement. Dit maakt het reële contract (dat dichterbij de IO ligt) paradoxaal genoeg rentegevoeliger dan het nominale contract (dat dichterbij de NPO ligt). In onze voorstellen is er sprake van dezelfde parameter-veronderstellingen bij de twee alternatieve contractvormen. De IO is daarom minder rentegevoelig dan de NPO vanwege het inherente karakter van dit contract. Dit verschil is groter bij lage nominale dekkingsgraden. We bieden op deze wijze een reëel alternatief voor fondsen die in de afruil tussen nominale prudentie (het voorkomen van nominale kortingen) en indexatie ambitie voor het tweede willen kiezen en daarmee minder nominaal renterisico willen afdekken.

Een ander voordeel van de IO ten opzichte van de reële ambitieovereenkomst in het consultatiedocument is dat contractpartijen vrijheid hebben om hun eigen indexatie ambitie te kiezen. Een lagere indexatie ambitie gaat samen met het mogen inboeken van een lager overrendement in de herstelplannen en de berekening van het normvermogen voor toekomstbestendige indexatie conform de geëxpliciteerde indexatie ambitie. Dit om perverse prikkels te vermijden.

## **2. Consistente toekomstbestendige indexatie, herstelcapaciteit en kostendekkende premie**

De volgende amendering betreft eenzelfde, gestandaardiseerde methodiek voor de NPO en de IO waarin de toekomstbestendige indexatie consistent wordt geïntegreerd. Deze methodiek bestaat uit twee elementen: (1) het normvermogen (dan wel nominale normdekkingsgraad) en (2) overlappende herstelplannen voor convergentie naar dit normvermogen in een periode van 10 jaar.

De NPO en de IO verschillen in de bepaling van het normvermogen. De NPO bepaalt het normvermogen op basis van de VEV eis en daarmee op basis van het strategische beleggingsbeleid van het fonds. De IO bepaalt het normvermogen op basis van de expliciete indexatie ambitie van het fonds: het is het vermogen van het fonds waarbij duurzaam kan worden geïndexeerd conform de indexatie ambitie van het fonds.<sup>4</sup>

Het geleidelijke herstel in 10 jaar sluit aan bij het uitsmeren van schokken en impliciete leeftijdsdifferentiatie in het collectieve contract conform het life-cycle beleggen.

Deze methodiek heeft ten minste vier voordelen.

In de eerste plaats is er sprake van een gestandaardiseerde methodiek tussen de NPO en de IO waarbij zoveel mogelijk wordt aangesloten bij de huidige methodiek van herstelplannen. Er is sprake van een transparante, gestandaardiseerde en complete methodiek die is gebaseerd op het toegroeien in een bepaalde periode naar een zeker 'normvermogen.'

In de tweede plaats is het contract symmetrisch. Meevallers worden net zo behandeld als tegenvallers. Dit impliceert dat het wijzigen van het beleggingsbeleid geen generatie effecten heeft. Het beleggingsbeleid wordt losgekoppeld van de intergenerationele verdeling. De generaties die moeten inschikken bij tegenvallers profiteren ook van meevallers. De door SZW uitgewerkte variant kent niet-lineariteiten waardoor er een conflict ontstaat over het beleggingsbeleid: de generaties die profiteren van meevallers dragen niet de pijn van de tegenvallers. Deze generaties hebben belang bij een risicovol beleggingsbeleid.

---

<sup>4</sup> De herstelkracht van de IO hangt niet af van het feitelijke beleggingsbeleid van het fonds maar van de bij de indexatie ambitie horende herstelcapaciteit. Dit om te voorkomen dat fondsen met lage expliciete indexatie ambities marktwaarde kunnen verschuiven tussen generaties.

In de derde plaats is het concept van de toekomstbestendige indexatie geïntegreerd in en consistent met deze methodiek van het normvermogen en het toegroeien naar dit normvermogen. Het is geen ad-hoc *add-on* in de herstelplannen systematiek maar maakt er een integraal onderdeel van uit. Zolang het fonds onder het normvermogen<sup>5</sup> zit is er automatisch sprake zijn van toekomstbestendige indexatie (in de zin van amendement 3). Dit komt omdat onze methodiek in tegenstelling tot die van SZW uitgaat van dezelfde veronderstellingen over overrendementen bij het berekenen van toekomstbestendige indexatie als bij het berekenen van het herstel. SZW veronderstelt bij het berekenen van de toekomstbestendige indexatie dat alleen de buffer risicovol wordt belegd terwijl in de herstelplannen wordt verondersteld dat het hele vermogen risicodragend wordt belegd.<sup>6</sup> Onze methodiek elimineert deze inconsistentie in de SZW methodiek.

In de vierde plaats maakt deze systematiek het mogelijk de kostendeckende premie consistent te berekenen door een consistente waardering van de bestaande aanspraken en de nieuw in te kopen aanspraken. Dit dient het vertrouwen van gepensioneerden dat sociale partners nieuwe rechten niet te goedkoop inkopen en risico's doorschuiven naar het fonds waardoor gepensioneerden worden geconfronteerd worden met lagere en volatielere pensioenen.

Een bijkomend voordeel is dat de door ons ontwikkelde systematiek voor kostendeckende premies minder rentegevoelige premies oplevert dan de nu door SZW voorgestelde systematiek. Dit geldt met name voor de IO. Er zijn geen ad-hoc uitsmeermechanismen nodig om de kostendeckende premie te stabiliseren. Macrostabiliteit wordt bereikt zonder ingekochte rechten en bestaande rechten inconsistent te waarderen en daarmee allerlei onbedoelde generatie effecten te introduceren.

### **3. Completer concept van toekomstbestendige indexatie**

De SZW uitwerking van toekomstbestendige indexatie kent twee gebreken. In de eerste plaats staat de berekening op gespannen voet met het feitelijke beleggingsbeleid van fondsen. De berekening veronderstelt immers dat fondsen alleen hun buffer risicovol beleggen. Fondsen nemen echter niet of nauwelijks risico terug als de buffers slinken en blijven dus ook bij lage nominale dekkingsgraden risicovol beleggen. Het begrip is dus niet consistent met het feitelijke gedrag van fondsen. Daardoor komt de berekende duurzame indexatie niet overeen met de feitelijke toekomstbestendige indexatie. Amendement 1 lost dit probleem op.

Een tweede gebrek van het SZW concept van toekomstbestendige indexatie is dat zich alleen baseert op de verwachte indexatie en niet op de spreiding er van. In onze visie moet het begrip duurzame indexatie niet alleen betrekking hebben op de verwachte indexatie maar ook op de onzekerheid in de toekomstige indexatie. De jongeren van nu moeten als zij eenmaal gepensioneerd zijn geen risicovoller pensioen genieten dan de huidige ouderen.

Wij stellen daarbij voor uit te gaan van een discontinuïteitbenadering waarbij het fonds ook bij het sluiten van het fonds jongeren duurzame indexatie kan bieden. Het fonds moet het vermogen kunnen overdragen aan een derde partij (bijvoorbeeld een verzekeraar) die met het vermogen duurzame indexatie moet kunnen aanbieden. Dit betekent dat naarmate het gesloten fonds vergrijst risico teruggenomen moet worden om te voorkomen dat de indexatie onzeker wordt. In feite berekenen we het vermogen dat nodig is om duurzaam te indexeren zonder daarbij risico's

---

<sup>5</sup> Boven het normvermogen is de huidige indexatie niet toekomstbestendig. Dit komt omdat er wordt toegewerkt naar het normvermogen. Bij 'overdekking' kan het fonds meer uitdelen dan de toekomstbestendige indexatie. Dit is inherent aan het symmetrische mechanisme dat mee- en tegenvallers op dezelfde wijze behandelt. De generaties die moeten inschikken bij tegenvallers profiteren ook van meevallers.

<sup>6</sup> Een mogelijk voordeel van deze methodiek is dat er nooit zal worden geïndexeerd bij een nominale dekkingsgraad onder de 100 %. Als dit een gewenste eigenschap van de NPO is kan men dit ook bereiken door een andere systematiek te gebruiken bij lage nominale dekkingsgraden. De daarmee gepaard gaande niet lineariteiten resulteren bij lage dekkingsgraden echter weer in een beleggingsspagaat tussen de belangen van jong en oud en maken het contract weer extra rentegevoelig.

te kunnen doorschuiven naar toekomstige premiebetalers. Huidige generaties moeten (in termen van marktwaarde die nodig is om een duurzaam risicoprofiel bieden) hun eigen broek op houden. Door deze benadering brengt het uitsmeermechanisme (en de daardoor mogelijk gemaakte leeftijdsdifferentiatie) geen ongewenste generatie effecten met zich mee. Ouderen die genieten van een minder risicovol pensioen moeten voldoende geld in het pensioenfonds laten zitten zodat ook jongeren van eenzelfde veilig pensioen kunnen genieten.

#### **4. Dekkingsgraadneutrale premies en variabele opbouw**

Zoals in amendement 2 opgemerkt is de door SZW ontwikkelde methodiek voor de kostendekkende premie niet consistent met het duurzame indexatieconcept en de normdekkingsgraad. Daardoor is de kostendekkende premie rente gevoelig. Om de kostendekkende premie te stabiliseren kan gebruik gemaakt worden van allerlei ad-hoc mechanismen met onduidelijke en intransparante generatie effecten. Dit is schadelijk voor het vertrouwen in het stelsel.

In onze methodiek kan de kostendekkende premie kan gebaseerd worden op de normdekkingsgraad of op de waarde van de bestaande aanspraken. Als de premie wordt gebaseerd op de normdekkingsgraad dragen de premies bij onderdekking bij aan herstel. Het nadeel is echter dat de premies rentegevoeliger worden dan nodig. Wij pleiten er daarvoor de premie te baseren op de waarde van de bestaande aanspraken. Dit voorkomt waardeoverdrachten tussen nieuwe en bestaande opbouw en is dekkingsgraadneutraal. Dit maakt ook variabele opbouw<sup>7</sup> mogelijk om de premie te stabiliseren. De combinatie van een vast verwacht rendement in de IO en een dekkingsgraadneutrale premie betekent dat de opbouw minder hoeft te variëren met de rente.

#### **5. Langere hersteltermijnen**

Onze methodiek voor het berekenen van duurzame indexatie en dekkingsgraadneutrale premies maakt het mogelijk om schokken uit te smeren over een periode langer dan 10 jaar zonder ongewenste generatie effecten. Op deze manier kan het stelsel nog macrostabiel worden. Pensioenfondsen zouden verder hun eigen hersteltermijn (cq. leeftijdsdifferentiatie) ook zelf mogen kiezen als ze dekkingsgraadneutrale premies hanteren. Nadeel van het beperken van de hersteltermijn tot 10 jaar is dat er nauwelijks leeftijdsdifferentiatie mogelijk is beleggingsrisico binnen de werkenden. In het door ons uitgewerkte contract kunnen contractpartijen hun eigen hersteltermijn kiezen zonder dat er ongewenste generatieeffecten ontstaan.

#### **6. Van AFS naar staffels**

Een volgende mogelijke amendering betreft het omschrijven van de overlappende herstelplansystematiek (het zogeheten Aanpassingsmechanisme voor Financiële Schokken, AFS) door een eenvoudige, vertrouwde staffelmethodiek. De staffelmethodiek is beter uitlegbaar, administratief eenvoudiger en sluit beter aan bij de staffels die vele fondsen hanteren. De door ons voorgestane methodiek kan zo ingevuld worden dat het overeen komt met een lineair staffelcontract waarin de toeslag afhangt van zowel de nominale dekkingsgraad (berekend volgens de rts) als de huidige rente.<sup>8</sup> Verder neemt de gevoeligheid van de opslagen voor de dekkingsgraad toe met de grijsheid van het fonds omdat grijze fondsen minder herstelcapaciteit

---

<sup>7</sup> Variabele opbouw kan gebruikt worden om de macro economie te stabiliseren zonder ongewenste generatie effecten. In geval van vaste premie en vaste opbouw dreigt het gevaar dat risico's worden afgeschoven op de gepensioneerden (via de dekkingsgraad).

<sup>8</sup> De huidige rente speelt een rol omdat een hogere rente bij een constant verwacht rendement een lager verwacht overrendement impliceert zodat bij een gegeven vermogen minder duurzame indexatie en minder herstelcapaciteit is. Dit is een macrostabiel element in het contract.

hebben. De door ons ontwikkelde dekkingsgraadstaffels houden dus zowel rekening met de stand van de macroeconomie als met de grijsheid van het fonds

Een nadeel van het gebruik van dekkingsgraadstaffels is het herstel niet exact binnen 10 jaar maar asymptotisch plaatsvindt. Dit kan echter worden opgevangen door in het begin een grotere aanpassing te nemen dan wel de normdekkingsgraden iets te verhogen. .

## **7. Rapportage van nominale zekerheid voor de deelnemer**

Een andere amendering is om de transparantie over de mate van nominale prudentie te verhogen door voor te schrijven dat fondsen de kans op nominale kortingen op uitbetaalde pensioenen in de komende 10 jaar moeten rapporteren op het Uniform Pensioen Overzicht. Daartoe zijn uiteraard de door de commissie parameters vastgestelde modelparameters van belang. Een dergelijk rapportage maakt duidelijk dat er door de combinatie van de huidige lage dekkingsgraden en het beleggingsbeleid van fondsen gericht op de indexatie-ambitie geen sprake meer is van nominale zekerheid.

## **8. Rapportage marktconsistente waardering van aanspraken: transparante generatie effecten**

Dit amendement sluit aan bij de uitgangspunten die betrekking hebben op een grotere mate van transparantie over generatie effecten in een recent door een aantal experts geschreven Netspar document. De door ons voorgestane pensioencontracten maken het mogelijk de marktwaarde van de voorziene pensioenuitkeringen eenvoudig te benaderen. Deze economische waardering wijkt af van de juridische waardering van nominale aanspraken en is van belang voor het in beeld brengen van generatie-effecten bij een wijziging in het contract of het veranderen van de parameters die ten grondslag liggen aan het contract. Het biedt ook de mogelijkheid om waardeoverdracht zodanig te berekenen dat de overblijvende deelnemers geen voor- of nadeel van waardeoverdracht ondervinden. De waarde van de pensioenrechten kan ook transparant worden gerapporteerd op de UPO. De transparantie over de generatie effecten van contractveranderingen doet de politieke risico's afnemen en kan het vertrouwen van alle generaties in het aanvullende pensioensysteem vergroten. Het onder de motorkap herverdelen van collectieve vermogens tussen generaties is dan immers uitgesloten.

Het verbeteren van de transparantie in complete contracten is één van de aanbevelingen van de commissies Goudswaard en Frijs zoals overgenomen in het pensioenakkoord. Sommigen pleiten voor een evolutie naar een stelsel met individuele eigendomsrechten zonder onbedoelde generatie-effecten (maar wel collectief uitgevoerd). Het werken met complete transparante contracten die de waarde van de eigendomsrechten transparant rapporteren is een belangrijke vereiste om zo'n overgang, indien die gewenst zou zijn, mogelijk te maken. Ook hier is er sprake van evolutie in plaats van revolutie.

### **Tot slot**

De nu in gang gezette hervormingen zijn waarschijnlijk niet het eindstation. We zijn dan ook blij met de aankondiging van de staatssecretaris om dit najaar van de start te gaan met een maatschappelijk debat over verdergaande hervormingen. Wij nemen ons voor om ook aan dit debat een bijdrage te leveren. Ons huidige voorstel past binnen de huidige institutionele structuur maar is ook consistent met een verdere evolutie van het stelsel naar meer geïndividualiseerde eigendomsrechten (zoals dat bijvoorbeeld recent naar voren is gebracht door de jongerenorganisaties van drie politieke partijen).

## Bijlage: Nominale prudentie overeenkomsten en Indexatie overeenkomsten

Wij stellen voor binnen de tussenvariant twee alternatieve contractvormen te onderscheiden: de 'nominale prudentieovereenkomst' (NPO) en de 'indexeringsovereenkomst' (IO). Het verschil tussen deze twee contractvormen is de manier waarop het normvermogen wordt bepaald (en waar in 10 tot 15 jaar naartoe wordt gegroeid). In de 'nominale ambitieovereenkomst' wordt het normvermogen gebaseerd op het Vereist Eigen Vermogen (VEV). In de IO wordt het normvermogen bepaald door het vermogen dat nodig is om duurzaam te kunnen indexeren conform de indexatie-ambitie. De NPO is dus gericht op het waarmaken van nominale prudentie (gebaseerd op zekerheidsmaat van 97.5 %) terwijl de IO gericht is op het waarmaken van een bepaalde indexatie-ambitie.<sup>9</sup>

In de NPO is het feitelijke strategische beleggingsbeleid het aanknopingspunt voor het bepalen van het normvermogen. In de IO is de indexatie-ambitie uitgangspunt. In het NPO kiezen fondsen hun beleggingsbeleid (en volgt daaruit de impliciete indexatie-ambitie uit de VEV eis en de rentetermijnstructuur<sup>10</sup>). In de IO kiezen fondsen hun indexatie-ambitie en volgt hieruit het vereiste verwachte overrendement in de stuurregel.<sup>11</sup> De collectieve keuzevrijheid in het NPO contract richt zich dus op het beleggingsbeleid en in het IO contract op de indexatie-ambitie.<sup>12</sup>

Zowel in het NPO als IO is verder sprake van keuzevrijheid (bij het NPO over het beleggingsbeleid; bij IO over de indexatie-ambitie). In het huidige consultatie document beperkt de keuzes voor de indexatie-ambitie in het reële contract (dat meer lijkt op de IO) zich tot minstens prijsindexatie. In de IO is dat niet meer nodig (ook door de andere naam en de loskoppeling van de indexatie-ambitie van prijzen en lonen).

De kostendekkende premie en het benodigde normvermogen in de NPO zijn gevoeliger voor fluctuaties in de nominale rente dan in de IO. Dat komt omdat de NPO een zwaarder accent zet op het voorkomen van nominale kortingen dan het waarmaken van de expliciete indexatie-ambitie.<sup>13</sup> Bij lage rentes zal het NPO *ceteris paribus* minder kunnen indexeren om nominale kortingen te voorkomen. Bij hoge rentes ligt het net andersom omdat nominale kortingen minder waarschijnlijk zijn. De technische reden voor de lagere rentegevoeligheid van de IO is dat de nominale ambitiedekkingsraad in de IO stijgt met de rentetermijnstructuur. De reden is dat bij een

---

<sup>9</sup> Dit kan betekenen dat de eisen voor het invaren in de IO strenger zijn dan voor invaren in de NPO. Verder kunnen er wellicht extra eisen nodig zijn voor de IO, bijvoorbeeld dat het normvermogen hoger is dan de VEV.

<sup>10</sup> De rentetermijnstructuur is relevant omdat bij een gegeven verwacht rendement het verwachte overrendement een dalende functie is van de rente. De duurzame indexatie is dus een functie van niet alleen de nominale dekkingsgraad (verdisconteerd met de nominale rentetermijnstructuur) maar de rentetermijnstructuur.

<sup>11</sup> Als een fonds met minder beleggingsrisico de indexatie-ambitie waar wil maken kan dit ook. Maar dan zal het fonds om de indexatie-ambitie waar te maken een omrekeningsfactor ('wisselkoers') moeten hanteren bij het omrekenen van stuurpunten (gebaseerd op de normportefeuille waarmee wordt gestuurd) naar ambitiepunten (gebaseerd op 'duurdere' feitelijke beleggingsbeleid). Bij pensioenopbouw zullen sociale partners om een gegeven pensioenopbouw in ambitiepunten te kopen meer stuurpunten moeten kopen. Aan het begin van de uitkeringsfase zullen de stuurpunten weer moeten worden omgezet in ambitiepunten om in verwachting een uitkering te kunnen bieden die jaarlijks stijgt met de indexatie-ambitie (met minder risico dan de stuurpunten).

<sup>12</sup> In de IO kan ook keuzemogelijkheid worden geboden voor wat betreft de uitsmeerperiode (en de daardoor geboden impliciete leeftijdsdifferentiatie). Meer leeftijdsdifferentiatie impliceert bij gegeven indexatie-ambitie een hoger doelvermogen. Meer stabiliteit vereist dus meer prudentie. Bij een gegeven vermogen gaat een grotere zekerheid voor ouderen samen met lagere huidige opslagen.

<sup>13</sup> In de BNW methodiek leidt in het NPO een hogere verwacht overrendement (als gevolg van lagere rente) ook tot een hogere impliciete-ambitie waardoor de dempende werking van een hoger overrendement wordt afgezwakt. In de IO is de indexatie-ambitie gegeven onafhankelijk van de rente en heeft het effect via het verwachte overrendement een groter dempend effect. In feite resulteert in de IO een hoger overrendement in een lager nominale normdekkingsgraad cq ambitiedekkingsgraad (bepaald met risicovrije nominale rts). In de NPO is dat niet het geval.

lagere rente het verwachte overrendement stijgt. Dat maakt het mogelijk om een gegeven duurzame indexatie met een lagere nominale dekkingsgraad waar te maken. In de NPO hangt de nominale normdekkingsgraad niet af van de rente.

Het grote voordeel van deze twee varianten vergeleken met het onderscheid tussen de nominale uitkeringsovereenkomst en de reële ambitieovereenkomst in het consultatiedocument is dat de twee contracten dicht bij elkaar liggen. Dit dient de transparantie. Ze gebruiken precies dezelfde gestandaardiseerde methodiek met een normvermogen en een vast verwacht rendement (niet afhankelijk van de rente) om duurzame indexatie te bepalen en het in verwachting toegroeien naar het normvermogen te berekenen.

Er is dus geen sprake meer van toezichtsarbitrage. In het voorstel in het consultatiedocument is dit wel het geval: het reële contract werkt met een verwacht rendement op aandelen dat meebeweegt met de rente terwijl het verwachte aandelenrendement in het nominale contract vast ligt. Dit leidt niet alleen tot toezichtsarbitrage maar ook tot het curieuze resultaat dat het nominale contract minder rentegevoelig is als het reële contract. In ons voorstel verdwijnt deze toezichtsarbitrage (verschillende veronderstellingen over het verwachte rendement op aandelen) en genereren we het intuïtieve resultaat dat de NPO (het equivalent van de nominale uitkeringsovereenkomst in het consultatiedocument) rentegevoeliger is dan de IO (het equivalent van de reële ambitieovereenkomst).

#### *Dekkingsgraadstaffels met of zonder de rente*

Het gebruik van een vast verwacht rendement betekent dat de nominale dekkingsgraadstaffels ook afhangen van de rentetermijnstructuur<sup>14</sup>. Het vaste verwachte aandelenrendement is dan geen onderdeel van de waardering (cq discontering) maar een parameter in het contract. De reden dat de staffel ook afhangt van de rentetermijnstructuur bij een vast aandelenrendement impliceert dat er bij lage rentes meer verwacht overrendement is. Dit doet, bij een gegeven nominale dekkingsgraad, zowel de duurzame indexatie als de herstelcapaciteit stijgen. Op deze manier hangt de indexatie niet alleen af van de nominale dekkingsgraad (berekend met risicovrije rts) maar ook van de rentestand. Dit geeft fondsen minder prikkel om het renterisico af te dekken (met name voor lange horizonnen).

Men kan het vaste aandelenrendement ook in de definitie van de dekkingsgraad (en de waardering) opnemen (via de discontovoet). In dat geval hangt de dekkingsgraadstaffel niet af van de rentetermijnstructuur maar wordt de dekkingsgraad zelf minder rentegevoelig. De dekkingsgraad is dan gedefinieerd als het beschikbare vermogen als percentage van het doelvermogen.

Voordeel van deze laatste methode (verwacht rendement in 'waardering') is de transparantie over het benodigde beleid om de volatiliteit van de uitkeringen te beperken (het beperken van het zogenaamde mismatch risico). Er is een eenduidig doel (ipv twee variabelen) voor het beleggingsbeleid en het afdekken van renterisico. Nadeel is dat een andere disconteringsmethodiek tot invaarproblemen en wantrouwen kan leiden. Discussies over parameters van het contract lijken tot minder wantrouwen te leiden dan discussies over waardering. Daar staat tegenover dat de laatste waarderingmethodiek (met het verwachte rendement in de waardering) spoort met de feitelijke waarde van de toekomstige pensioenuitkeringen en dus met de generatie-effecten zoals het CPB die berekend. Deze transparantie kan ongewenste generatie-effecten voorkomen bij wijziging van het contract of parameters. Door parameters op te nemen in de waardering wordt het effect van de parameters op de waarde van individuele eigendomsrechten meteen duidelijk. Er zijn geen ingewikkelde CPB berekeningen vereist. Dit zal de speelruimte van de politiek en de pensioenfondsbesturen beperken om ongezien waarde verschuiven tussen generaties. Dit kan het vertrouwen dus juist doen toenemen.

---

<sup>14</sup> Dit doet zich nu ook voor in de bestaande herstelplansystematiek: Bij lage rentes hoeft bij dezelfde nominale dekkingsgraad minder gekort te worden omdat er meer verwacht overrendement is. .



### *Transitieregels*

Als een pensioenfonds van contract wijzigt is er sprake van waardeoverdracht op individueel niveau. Pensioenpunten in het nieuwe contract worden omgerekend naar het nieuwe contract. Deelnemers die zich reeds in de uitkeringsfase kunnen kiezen voor een overgangsregeling om schoksgewijze aanpassing van hun inkomen te voorkomen. Zij krijgen dan voorspelbare op- of afslagen op hun oude rechten die niet sporen met die van de rest van de deelnemers.