



Roland van Gaalen   @RPvanGaal

27 Jan · 93 tweets · [RPvanGaal/status/1354532808534994955](https://twitter.com/RPvanGaal/status/1354532808534994955)



[#pensioen](#) Consultatie Wet toekomst pensioenen

Ik ga nu de stukken doornemen. In deze draad noteer ik mijn voorlopige opmerkingen. /1

2/ De stukken staan hier.

Einddatum consultatie: 12 februari 2021.

<https://www.internetconsultatie.nl/wettoekomstpensioenen>

3/ Wettekst, blz 2, definitie beschermingsrendement: Waarom nominaal stabiel, en niet stabiel in reële termen? (Omdat er onvoldoende marktinformatie is om dat objectief te kunnen waarderen? Risico van grote inflatie is wellicht gering maar lijkt me niet verwaarloosbaar.)

4/ Wettekst, blz 4 "Het voor de pensioenuitkering bestemd vermogen kan niet negatief zijn": daarmee zal steeds al *op voorhand* rekening moeten worden gehouden. De vermogens kunnen niet negatief zijn en mogen nooit negatief kunnen worden. >>

Eén manier om dat te bereiken is: voor zover het beschermingsrendement van toepassing is, het vermogen beleggen in de portefeuille die precies dat rendement oplevert. Dan betekent 60% exposure aan beschermingsrendement dat 60% van pensioen beschermd is door matching portfolio.

Dat laatste gaat niet op als het fonds geen overeenkomstige beschermingsportefeuille aanhoudt. Bovendien moet het fonds er dan steeds op letten dat de beleggingsmix zodanig is dat het *onmogelijk* is dat iemands vermogen negatief wordt. (Ik ga dit niet verder uitwerken.)

(Als de voorwaarde dat het vermogen niet negatief kan zijn zou worden losgelaten, dan zouden bedragen zo nodig op de lat kunnen worden geschreven. De kapitaaldekking zou dan tot op zekere hoogte fictief worden. Ik veronderstel dat dat niet de bedoeling is.)

100% beleggen in de beschermingsportefeuille houdt pensioenen (gelijkwaardig aan de vermogens in de uitgangspositie) stabiel; de beschermingsportefeuille is een 'perfect match' of 'replicating portfolio' voor die pensioenen, gegeven toekomstige sterfte (apart te behandelen).

In dat geval is het overrendement exact nul. (Ik heb het nu steeds over rendement op beleggingen, niet over langlevensrisico's, sterfteresultaten en dergelijke.)

5/ Rest van fondsportefeuille noem ik jachtportefeuille. De fondsportefeuille bestaat dus uit beschermingsportefeuille (met beschermingsrendement) en jachtportefeuille

(met jachtrendement). Overrendement is op gepaste wijze bepaald verschil tussen jacht- en beschermingsrendement.

[Misschien lachwekkende term, maar ik weet nu niets beters. In de Memorie van Toelichting staat een enkele keer "rendementsportefeuille". Het gaat natuurlijk om de jacht op overrendement.]

6/ Wat betekent het als een persoon of leeftijdscohort bv 60% exposure heeft aan de beschermingsportefeuille en (dus) 40% aan de jachtportefeuille?

Ik denk dat dat redelijkerwijs maar één betekenis moet kunnen hebben: in de uitgangspositie is 60% van het pensioen is volledig beschermd, terwijl 40% wordt gedekt door de jachtportefeuille waarvan de samenstelling min of meer bekend is.

Dat komt op hetzelfde neer als: het totale rendement is 60% van het beschermingsrendement plus 40% van het jachtrendement.

Als zoiets *niet* de bedoeling is, dan is de informatie over de exposures van 60% en 40% waardeloos, vermoed ik.

(Ik weet het niet zeker, maar ik kan zo gauw geen andere redelijke betekenis bedenken die recht doet aan "bescherming".)

Als dat inderdaad wél de bedoeling is, dan lijkt het me redelijk om te eisen dat *feitelijke* beleggingsmix van het hele fonds overeenkomt met de combinatie van die exposures voor alle leeftijdscohorten, zodat ze gerealiseerd kunnen worden.

Dan zal het fonds twee portefeuilles moeten aanhouden (eventueel geconstrueerd met swaps, futures en dergelijke), namelijk een beschermingsportefeuille en een jachtportefeuille.

Want bij *elke* andere beleggingsmix bestaat het risico dat de gekozen exposures niet gerealiseerd kunnen worden.

(In dat geval zouden nog te verrekenen rendementen op de lat moeten worden geschreven, maar dat zou in strijd zijn met het vereiste van volledige kapitaaldekking.)

Als het fonds die twee portefeuilles aanhoudt, dan bestaat elk individueel vermogen uit twee componenten die *allebei* niet negatief kunnen worden. Dan wordt automatisch voldaan aan de voorwaarde dat het voor de pensioenuitkering bestemde vermogen niet negatief mag zijn.

7/ Wettekst, blz 2, definitie solidariteitsreserve als "een collectieve vermogensreserve waarmee financiële mee- of tegenvallers met toekomstige opbouw kunnen worden gedeeld"; blz 3: "De solidariteitsreserve is onderdeel van de nieuwe premieovereenkomst."

Verandert dit de zaak — biedt de verplichte solidariteitsreserve een mogelijkheid om extra mismatchrisico te nemen, in de hoop zodoende extra overrendement te realiseren?

Voorbeeld: stel dat de exposures voor het beschermingsrendement variëren van 0%

voor het jongste leeftijdscohort tot 100% voor het oudste, met een gemiddelde van 50%. Dan zou het fonds volgens mijn redenering 50% in de desbetreffende beschermingsportefeuille moeten beleggen.

Maar het fonds belegt al het vermogen in de jachtportefeuille van 100% aandelen volgens een bepaalde index. Daardoor ontstaat een mismatch ten opzichte van de portefeuille die overeenkomt met de afgesproken exposures (50% beschermingsportefeuille, 50% jachtportefeuille).

De gedachte zal dan zijn dat het nemen van dat mismatchrisico op fondsniveau resulteert in bv 1 of 2 procentpunten extra overrendement, gemiddeld per jaar op de lange termijn.

En — zo redeneert het fondsbestuur — eventuele tegenvallers hoeven niet op de lat te worden geschreven, maar kunnen volgens afgesproken regels worden onttrokken aan de solidariteitsreserve zodat de kapitaaldekking in stand blijft.

In principe kan zo iets natuurlijk, mits de solidariteitsreserve groot genoeg is.

Maar: "Een solidariteitsreserve heeft een maximale omvang van 15% van het geheel voor pensioen gereserveerde vermogen inclusief de solidariteitsreserve. De solidariteitsreserve kan niet negatief zijn." (Wetstekst, blz 4).

Een reserve van 15% is een geringe marge als het gaat om het opvangen van mismatchrisico, dat is inmiddels overduidelijk geworden in het huidige pensioensysteem.

Bovendien is de actuele dekkingsgraad bij veel fondsen in het huidige systeem lager dan 100%. Als ze nu zouden overgaan naar en "invaren" in het nieuwe systeem, dan zouden er *geen* middelen zijn om de solidariteitsreserve te kunnen laten aanvangen met een positief saldo.

Mismatchrisico (ten opzichte van de afgesproken exposures van alle leeftijdscohorten tezamen) via de solidariteitsreserve opvangen lijkt mij dus geen optie, net zomin als uitgestelde verwerking van tegenvallers door ze op de lat schrijven.

Dat sterkt mij in mijn overtuiging dat het fonds twee portefeuilles (eventueel geconstrueerd met swaps, futures en dergelijke) moet aanhouden: een beschermingsportefeuille en een jachtportefeuille, nauwkeurig aansluitend bij de afgesproken exposures van de leeftijdscohorten.

8/ Het beschermingsrendement mag worden bepaald "op basis van wijziging van de rentetermijnstructuur die de toezichthouder beschikbaar stelt ofwel rechtstreeks uit het rendement van de daarvoor bestemde beleggingen." (Wetstekst, blz 4). >>

Gezien het voorgaande lijkt me gebruik van de eerste methode (beschermingsrendement bepalen op basis van rentetermijnstructuur toezichthouder) ongewenst: ik vind dat de beschermingsportefeuille naar rato aanwezig dient te zijn en dat het beschermingsrendement daaruit voortvloeit.

9/ Ik wil nog even stilstaan bij een voordeel van het aanhouden van die twee gescheiden portefeuilles. Als het fonds dat doet, dan weet je als betrokkene welk deel

van je pensioen gedekt wordt door de beschermingsportefeuille, bv 25% voor een 30-jarige en 80% voor een 70-jarige.

De rest van je vermogen is dan belegd in een andere portefeuille (de jachtportefeuille) waarvan de samenstelling in grote lijnen bekend is, bv aandelen verdeeld volgens de MSCI-wereldindex. De samenstelling van de beschermingsportefeuille is trouwens eveneens bekend.

Zolang ongedekt geschreven opties en dergelijke verboden zijn, is deze situatie vrij helder. Vergelijk dat met de situatie *zonder* speciale beschermingsportefeuille. Het beschermingsrendement wordt dan toebedeeld op basis van de ontwikkeling van de rentetermijnstructuur van DNB.

Het totale overrendement van het fonds (ten opzichte van het beschermingsrendement) wordt dan toebedeeld naar evenredigheid met de vermogens én de exposures. Voor een individu is de betekenis van een exposure van bv 75% of 20% dan onduidelijk, moeilijk te doorgronden.

Want die exposures zijn dan niet meer dan gewichten zonder absolute betekenis. Om de betekenis van je exposure te weten heb je dus informatie nodig over de vermogens én de exposures van *alle* personen of leeftijdscohorten, niet alleen van jezelf of je eigen leeftijdscohort.

10/ Wettekst, blz 2, definitie projectierendement: "het ingerekende toekomstig rendement voor de vaststelling van variabele uitkeringen". Als ik het goed begrijp betreft dit alleen "de verdeling van het per deelnemer gereserveerde vermogen over de uitkeringsfase" (MvT blz 22).

De gevolgen van het gebruiken van projectierendementen zijn dus per individu voor eigen rekening en eigen risico, zonder gepaard te gaan met ex ante herverdelingen tussen personen of leeftijdscohorten. (Daar ben ik het mee eens.)

In paragraaf 3.2.2 van de Memorie van toelichting (blz 21-24) staat dat het projectierendement gebruikt kan worden ter beoordeling en controle van "de balans tussen de [pensioen]doelstelling en de premie".

Is het de bedoeling dat de individuele vermogens waarmee personen "invaren" in het nieuwe pensioensysteem beschouwd worden als premies, en dat aan de hand van het projectierendement de evenwichtigheid van de overgang van het oude systeem naar het nieuwe wordt gecontroleerd?

Zo ja, dan zou de verleiding kunnen ontstaan om tóch een herverdeling toe te passen bij het bepalen van de aanvangsvermogens (door middel van een gewijzigde verdeelsleutel) of om een solidariteitsreserve te vormen ten laste van die aanvangsvermogens.

Bij fondsen met een dekkingstekort in het oude systeem acht ik dat onwenselijk. (Zie ook paragraaf 6.2.4 van de Memorie van toelichting, blz 86-88.)

Als het toch die kant op gaat, dan vrees ik dat de introductie van het projectierendement niet zo onschuldig is als het in eerste instantie lijkt, maar op

ongeveer hetzelfde neerkomt als een verhoging van de rekenrente in het huidige pensioensysteem.

Want het projectierendement wordt dan niet alleen gebruikt om de fiscale premiegrens te bepalen, maar ook om te beoordelen hoeveel van de aanvangsvermogens, premies en overrendementen kan worden afgehaakt ten gunste van de solidariteitsreserve.

Een optimistisch projectierendement (hoger dan de kredietrisicovrije rekenrente) kan dan leiden tot een relatief lage fiscale premiegrens, en ook relatief lage benodigde vermogens en premies in vergelijking met de minimumeisen in het huidige pensioensysteem.

Uit de stukken maak ik overigens op dat voor de initiële vulling van de solidariteitsreserve alleen mag worden geput uit vermogen boven de "inclusieve marktwaarde" (volgens "value-based ALM") van de in het oude systeem bestaande pensioenen dan wel de technische voorzieningen.

Zie Wettekst artikel 150n (blz 21) en paragraaf 6.2.4 van de Memorie van Toelichting (blz 86-88), incl de passage getiteld "Toename inclusieve marktwaarde in de nieuwe premieregelingen" (blz 87).

Zo te zien is het projectierendement dus niet bedoeld om de pensioenverplichtingen lager te kunnen waarderen zodat bij fondsen in onderdekking bij de overgang tóch een initiële solidariteitsbuffer gevormd kan worden, al moet ik die "inclusieve marktwaarde" nog bestuderen.

11/ Nu meer over de verplichte solidariteitsreserve in de nieuwe premieovereenkomst. Nogmaals: de solidariteitsreserve is "een collectieve vermogensreserve waarmee financiële mee- of tegenvallers met toekomstige opbouw kunnen worden gedeeld" (Wettekst, blz 2).

Die definitie snap ik niet helemaal, maar ik begrijp dat de solidariteitsreserve bedoeld is voor intergenerationele risicodeling, voor demping van de schommelingen in de pensioenuitkomsten, en voor het beheersen van niet- verhandelde risico's (Memorie van toelichting, blz 32).

Hoe zit het trouwens met wél verhandelbare risico's in het algemeen, inclusief financiële tegenvallers – zouden die niet zo veel mogelijk via de markt moeten worden afgedekt, via derivaten of (her)verzekering?

Voor zover de solidariteitsreserve gevuld wordt uit overrendement, indien positief (dat mag tot een maximum van 10% daarvan), is de bijdrage van een leeftijdscohort evenredig aan de exposure aan het jachtrendement ofwel aan 100% minus de exposure aan het beschermingsrendement.

Dat is niet zonder meer fair of evenwichtig, tenzij die boekingen worden gecompenseerd door bv gelijkwaardige boekingen in omgekeerde richting bij negatief overrendement. Zoiets lijkt op een collar (combinatie van geschreven cap en gekochte floor).

Zouden zulke collars via de markt opgezet kunnen worden, maar dan niet voor de

solidariteitsreserve, maar direct ten bate of laste van de individuele (pensioen)vermogens? Idealiter is de marktwaarde ervan ex ante precies nul doordat de cap evenveel opbrengt als de floor kost.

Bovendien mag maximaal 10% van de premie gebruikt worden om de solidariteitsbuffer te voeden. Welnu, zoals al opgemerkt onder het vorige punt zal de toereikendheid van de premie mede kunnen worden bepaald op basis van het projectierendement.

Daardoor ontstaat het gevaar dat de voor het pensioen benodigde premie wordt onderschat (namelijk bij gebruik van een optimistisch projectierendement) en de ruimte binnen de premie om bij te dragen aan de solidariteitsreserve wordt overschat.

12/ Nog wat meditaties over solidariteitsbuffer en projectierendement, maar dan met de voeten op tafel.

Wellicht is het de bedoeling dat uitdelingen uit de solidariteitsreserve bepaald zullen worden door de fondsbesturen, en dan niet strikt op basis van vaste formules, maar met algemene regels die ruimte laten aan bestuurlijke interpretatie.

Want: "De pensioenuitvoerder stelt regels vast voor het uitdelen uit de solidariteitsreserve. Deze regels zijn evenwichtig, transparant, onderling consistent en worden voor langere tijd vastgesteld." (Wettekst, blz 4)

En "Herverdeling tussen generaties als gevolg van een solidariteitsreserve is toegestaan mits dit evenwichtig is. Hieronder wordt in ieder geval verstaan dat de generaties die bijdragen aan de solidariteitsreserve daar in meer of mindere mate van kunnen profiteren." (MvT, blz 34)

Hoe dan ook, de volgende opzet lijkt me mogelijk. Voor de gepensioneerden volstaat een dekkingsgraad van (zeg) 95% in het oude systeem om hun pensioenniveau bij "invaren" in het nieuwe systeem *naar verwachting* te kunnen handhaven, en zelfs uitzicht op indexatie te krijgen.

Die *verwachting* zal dan gebaseerd zijn op het veronderstelde projectierendement, dat optimistisch is in vergelijking met de rekenrente van het oude systeem (ongeveer: de kredietrisicovrije lange marktrente).

Tegenvallers ten opzichte van dat projectierendement zullen *naar verwachting* kunnen worden gecompenseerd door uitdelingen uit de solidariteitsreserve. Dat hoeft niet meteen te gebeuren, maar pas wanneer de vermogens van de gepensioneerden zijn uitgeput.

De solidariteitsreserve wordt gevuld uit maximaal 10% van de premies en maximaal 10% van positief overrendement (ten opzichte van het beschermingsrendement, niet het projectierendement), dus vooral op kosten van de actieve deelnemers.

De toereikendheid van premies en vermogens zal worden beoordeeld op basis van *verwachte* pensioenen die op hun beurt berekend worden op basis van projectierendementen.

Op die wijze kunnen de projectierendementen, en dus de pensioenvooruitzichten van

de gepensioneerden, inclusief verwachte indexatie, worden gerealiseerd door afroaming van premies en overrendementen, dus vooral op kosten van de actieven.

Dan fungeert het projectierendement niet zozeer als een instrument voor "de verdeling van het per deelnemer gereserveerde vermogen over de uitkeringsfase" (MvT blz 22), maar veel meer als een verhoogde rekenrente in het oude systeem.

(Als dát, of zoiets, de bedoeling is, dan is de voorgestelde pensioenhervorming één grote wisseltruc. Dan zijn de jeugdige pensioenpitbulls en de pensioenwetenschappers van regeringspartij [@D66](#) er tóch ingetuind.)
[@JongeDemocraten](#) [@HetPensioenLab](#)

13/ 10% van het positieve overrendement mag worden overgeboekt naar de solidariteitsreserve. Is dat veel?

Stel dat het verwachte overrendement op aandelen 2% per jaar is, het resultaat van gemiddeld 10% in goede jaren en -6% in slechte jaren. 10% van het positieve overrendement is dan 1% in goede jaren en 0% in slechte jaren, dus 0,5% gemiddeld. Dat is dan 25%, niet 10%, van 2%.

(In 1970-2020 was het overrendement op MSCI wereldindex aandelen ten opzichte van lange staatsobligaties gering, zelfs overwegend negatief. 10% afkomen van overrendement voor zover positief, in goede jaren dus, zou in die periode zo gezien een zware belasting hebben betekend.)

14/ Nog even terug naar de geïndexeerde uitkeringen van de gepensioneerden op basis van het optimistische projectierendement: die worden in de constructie omschreven onder punt 12 gedeeltelijk gefinancierd door de actieven, en wel via de solidariteitsreserve.

Die vorm van "intergenerationale solidariteit" komt neer op een gedeeltelijke overgang op omslagfinanciering. Dat kan goed gaan zolang de continuïteit van de onderneming (bij een ondernemingspensioenfonds) of de bedrijfstak (bij een bedrijfstakpensioenfonds) gegarandeerd is.

Zoiets — ik noem het een wisseltruc — zou in het huidige pensioensysteem ook mogelijk zijn, zij het in strijd met het traditionele wettelijke vereiste van kapitaaldekking, door middel van een verhoogde rekenrente analoog aan het projectierendement.

(Als ik het me goed herinner bedachten voorstanders van flexibelere minimumeisen ongeveer twintig jaar geleden de gewichtige uitdrukking "financiering uit de continuïteit van de onderneming [of bedrijfstak]". Er is niets nieuws onder de zon.)

15/ Bij het beoordelen van de evenwichtigheid van het "invaren" van het oude naar het nieuwe pensioensysteem, bijvoorbeeld op basis van "inclusieve waardering" (volgens "value-based ALM") in plaats van de "standaardmethode", dreigt koehandel.

Ik verwijst naar hoofdstuk 6 van de Memorie van Toelichting, naar de Kamerbrief "vrijstellingsregeling 2020 en het transitie-ftk" van minister Koolmees (16 december 2020) en naar het artikel "Laat het verleden met rust bij invaren" van [@Roel_Mehlkopf](#) (PensioenPro, 8 januari 2021).

16/ Vanaf 2022 tot 2026 geldt een op belangrijke punten versoepeld financieel toetsingskader, het transitie-ftk. (Memorie van Toelichting, blz 39-51; wettekst blz 15, 16 en 21-23). Zie ook de in het vorige punt genoemde Kamerbrief.

De versoepelingen zijn onder andere: het vereiste van de kostendekkende premie komt te vervallen; de eisen met betrekking tot eigen vermogen worden buiten werking gesteld; gericht moet worden op dekkingsgraad van minstens 95% (in plaats van een ondergrens van circa 105%).

Het gevaar bestaat dat daardoor in die vrij lange periode van vier jaren bepaalde groepen (zoals inactieven met nog niet ingegane pensioenen) onevenredig benadeeld kunnen worden.

17/ Vanuit actuarieel en financieel-economisch standpunt is de voorgestelde "nieuwe premiereregeling" een feest. Theoretici kunnen zich uitleven in de afstemming van de beschermingsportefeuille op de leeftijdscohorten en het toedelen van de desbetreffende beschermingsrendementen.

Ex ante zijn die allemaal gelijkwaardig, zodat er geen herverdeling plaatsvindt — dat is makkelijk te bewijzen. Ook het overrendement kan "slim" worden toebedeeld. "Prudente" projectierendementen kunnen worden uitgekend met "value-based ALM" of "geometric Brownian motion".

En het verschil tussen enerzijds het bepalen van overrendement ten opzichte van het conservatieve beschermingsrendement en anderzijds het compenseren of egaliseren van afwijkingen ten opzichte van het optimistischere projectierendement kan wetenschappelijk geanalyseerd worden.

Maar zal het mogelijk zijn om gedifferentieerde beschermingsrendementen, overrendementen en projectierendementen uit te leggen aan mensen met normale interesses? Is een evenwichtige werking van de solidariteitsbuffer denkbaar? Is het systeem houdbaar?

Op basis van mijn jarenlange ervaring met het onderwerp "overrendement" in het huidige systeem denk ik:
niet uitlegbaar, niet denkbaar, niet houdbaar — hopeloos. De beschermingsrendementen zullen net zomin begrepen worden als de benodigde rendementen bij de huidige pensioenen.

Er is geen toekomst meer is voor collectieve pensioensysteemjes met ingenieuze toedelings- en dempingsformules uitgedokterd door actuarissen en wiskundig geschoolde pensioenwetenschappers. De tijd dat dat anders leek is voorbij. Het voorstel is een anachronisme.

(En als het echt de bedoeling zou zijn om via het projectierendement en de solidariteitsreserve een waardevast pensioen tevoorschijn te toveren — zie punt 14 hierboven —, dan zou het voorstel de zoveelste retorische truc zijn om knollen voor citroenen te verkopen.)

Wat is het alternatief? Ik zou zeggen: 1 sluit de pensioenfondsen (maar laat ze de bestaande pensioenen afwickelen); 2 behoud de AOW; 3 laat de overheid

persoonlijke pensioenannuïteiten met inflatie-indexatie verkopen tegen actueel markttarief met beperkte belastingvrijstelling.

(Voor zover dat zou leiden tot een te grote nationale schuld zou de overheid de opbrengst maar moeten gebruiken om die op intelligente wijze te hedgen zonder al te veel invloed te krijgen op de investeringen en het ontstaan van een centraal geleide planeconomie te veroorzaken.)

Dat waren mijn voorlopige opmerkingen naar aanleiding van de Consultatie wet toekomst pensioenen van 16 december 2020. ///

unroll [@threadreaderapp](#)

• • •